

# *Retraites et Épargne*

*Rapports*

*Olivier Davanne  
Jean-Hervé Lorenzi  
François Morin*

*Commentaires*

*Jean-Michel Charpin  
Béatrice Majnoni d'Intignano*

*Compléments*

*Didier Blanchet  
Peter Diamond*

*Annexes préparées par*

*l'INSEE, la Direction de la Prévision,  
la Direction de la Sécurité sociale et Laurent Caussat*



La création du Conseil d'Analyse Économique « répond à la nécessité pour un gouvernement trop souvent confronté à l'urgence, de pouvoir se référer à une structure de réflexion qui lui permette d'éclairer ses choix dans le domaine économique. J'ai souhaité aussi créer un lien entre deux mondes qui trop souvent s'ignorent, celui de la décision économique publique et celui de la réflexion économique, universitaire ou non.

J'ai pris soin de composer ce Conseil de façon à tenir compte de toutes les sensibilités. Le Conseil d'Analyse Économique est pluraliste. C'est là un de ses atouts principaux, auquel je suis très attaché. Il doit être un lieu de confrontations sans a priori et les personnes qui le composent doivent pouvoir s'exprimer en toute indépendance. Cette indépendance — je le sais — vous y tenez, mais surtout je la souhaite moi-même.

Ces délibérations n'aboutiront pas toujours à des conclusions partagées par tous les membres ; l'essentiel à mes yeux est que tous les avis puissent s'exprimer, sans qu'il y ait nécessairement consensus.

...

La mission de ce Conseil est essentielle : il s'agit, par vos débats, d'analyser les problèmes économiques du pays et d'exposer les différentes options envisageables. »

*Lionel Jospin, Premier Ministre  
Discours d'ouverture de la séance d'installation du  
Conseil d'Analyse Économique, le 24 juillet 1997.  
Salle du Conseil, Hôtel de Matignon.*



# Sommaire

Introduction .....	7
Éléments d'analyse sur le système de retraite français .....	9
<i>Olivier Davanne</i>	
Consolider la retraite en respectant un nouvel équilibre : rendement-efficacité économique-mutualisation des risques-équité sociale .....	31
<i>Jean-Hervé Lorenzi</i>	
L'économie française face aux fonds de pension américains. Quelle leçon pour le système de retraite .....	67
<i>François Morin</i>	
 <i>Commentaires</i>	
<i>Jean-Michel Charpin</i> .....	77
<i>Béatrice Majnoni d'Intignano</i> .....	81
 Présentation des compléments et annexes .....	87
<i>Laurent Caussat</i>	
<i>Complément</i> Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux .....	93
<i>Didier Blanchet</i>	
<i>Complément</i> L'économie publique de la réforme du régime public de retraite aux États-Unis .....	107
<i>Peter Diamond</i>	

<i>Annexe A. Description des retraites par répartition .....</i>	<i>141</i>
<i>Direction de la Sécurité sociale</i>	
<i>Annexe B. Perspectives à long terme des retraites .....</i>	<i>157</i>
<i>Catherine Zaidman</i>	
<i>Annexe C. Évolutions démographiques et retraites : éléments sur la réforme de 1993 .....</i>	<i>175</i>
<i>Pierre Ralle</i>	
<i>Annexe D. Régimes supplémentaires de retraite et épargne d'entreprise : état des lieux des dispositifs existants et des régimes d'exonération fiscales et sociales .....</i>	<i>187</i>
<i>Jean-Marc Aubert et Agnès Plassart</i>	
<i>Annexe E. Fonds d'épargne retraite et intérêt social des entreprises françaises .....</i>	<i>207</i>
<i>Dominique Bureau, Françoise Maurel et Nadine Mouy</i>	
Résumé .....	223
Summary .....	227

# Introduction

Au cours des quarante prochaines années la France va connaître une forte augmentation du ratio de la population âgée de plus de 60 ans à la population d'âge actif. Ce choc démographique, qui résulte pour l'essentiel de l'allongement de l'espérance de vie, a été compensé au cours des trente dernières années par l'impact du baby-boom qui a temporairement accru la population d'âge actif. Les conséquences de ce choc vont en revanche se manifester de façon accélérée à partir de 2005, au moment où les premières générations nombreuses de l'après-guerre franchiront le seuil des 60 ans. À durée de vie active inchangée, le rapport des cotisants aux retraités passerait ainsi d'un peu plus de deux aujourd'hui à 1,2 ou 1,3 en 2040.

Si les conséquences de ce choc démographique sur l'équilibre des régimes de retraites ne fait guère de doute, les solutions à adopter pour y répondre sont plus controversées. Une partie de la solution peut venir à terme d'un allongement progressif de la période d'activité, compatible d'ailleurs avec des temps de travail et de loisir mieux répartis au cours de la vie. Mais l'ampleur du choc pose aussi la question de la répartition dans le temps de l'effort financier à réaliser pour faire face à cette évolution. Dans un régime de répartition pure, les efforts de financement nécessaires doivent être réalisés au fur et à mesure de la déformation de la structure démographique. Dans un système qui autorise en revanche l'accumulation d'une épargne, le choc peut être atténué dans le futur, mais au prix d'un effort accru dans les prochaines années. Cette question renvoie fondamentalement aux débats sur les rendements respectifs des systèmes de retraite et sur les gains qui pourraient résulter d'une épargne supplémentaire.

Après avoir rappelé le contexte démographique et analysé les rendements respectifs de la répartition et de la capitalisation, le rapport d'Olivier Davanne met en avant les avantages de la « répartition provisionnée », c'est-à-dire de la constitution de réserves au sein des régimes de répartition. Elle permettrait de combiner les rendements plus élevés des marchés financiers avec la mutualisation des risques et les propriétés redistributives des régimes de répartition, qui demeureront en tout état de cause le socle de notre système de retraites.

Partant du même constat, et étudiant la diversité des dispositifs d'épargne-retraite organisés dans le cadre professionnel, Jean-Hervé Lorenzi

plaide pour sa part pour l'introduction d'un troisième étage des régimes de retraite recourant à la capitalisation et respectant les règles suivantes : ne pas perturber le financement des deux premiers étages, et établir une séparation claire entre le contrôle de l'utilisation des fonds par les intéressés, notamment les partenaires sociaux, et une gestion professionnelle.

On ne peut clore l'analyse des liens entre retraites et épargne, sans examiner le rôle des fonds de pension dans la gestion des entreprises. Le rapport de François Morin étudie l'incidence de la part croissante des fonds de pension anglo-saxons dans le capital des entreprises françaises et la réponse que pourrait constituer la création de fonds d'épargne salariale français.

Ces trois rapports sont discutés par Béatrice Majnoni d'Intignano et Jean-Michel Charpin. Béatrice Majnoni d'Intignano souligne le rôle crucial de l'allongement de la durée de la vie active dans la réduction des déséquilibres et la nécessité d'établir des règles claires pour la revalorisation des pensions. Jean-Michel Charpin note que les marchés financiers ne savent transférer dans le temps que des créances nominales et non des créances réelles et doute de ce fait de la supériorité durable de la capitalisation sur la répartition face à un choc qui concerne l'économie réelle.

Deux contributions complètent ces rapports. Didier Blanchet présente une synthèse du débat répartition-capitalisation en notant que, même lorsque la capitalisation est plus efficace à long terme, elle comporte un coût à court et moyen terme dont l'analyse doit tenir compte. Peter Diamond expose le débat sur la réforme du régime public des retraites aux États-Unis dans le contexte de la proposition récemment avancée par le Président Clinton d'affecter au provisionnement des retraites les excédents à venir du budget fédéral. Cinq annexes, établies par l'INSEE, la Direction de la Prévision et la Direction de la Sécurité sociale présentent enfin les aspects institutionnels et les projections démographiques et financières. Ces contributions ont été coordonnées par Laurent Caussat.

Ces rapports ont été présentés à la séance du 19 mars du Conseil d'Analyse Économique et discutés en présence du Premier ministre à la séance du 14 mai. La vocation du Conseil d'Analyse Économique est de présenter l'état des réflexions des économistes sur les sujets qui lui sont soumis. Dans un domaine où les décisions à prendre concernent des choix à long terme et nécessitent un diagnostic partagé, les adaptations nécessaires doivent résulter d'une large concertation avec les partenaires sociaux. C'est le sens de la mission qu'a récemment confiée le Premier ministre au Commissariat au Plan.

*Pierre-Alain Muet*

*Conseiller auprès du Premier Ministre  
Professeur à l'École Polytechnique*



# Éléments d'analyse sur le système de retraite français(\*)

**Olivier Davanne**

*Conseil d'Analyse Économique*

Ce rapport rappelle de façon succincte les estimations disponibles quant aux conséquences du vieillissement sur la situation financière de nos régimes de retraite dans la première moitié du siècle prochain. On souligne les risques économiques et sociaux d'un scénario « au fil de l'eau » où l'équilibre serait réalisé par une hausse régulière des prélèvements obligatoires. De nouvelles réformes apparaissent ainsi nécessaires d'ici la rupture démographique de 2005. Celles-ci devront être soigneusement préparées compte tenu du rôle fondamental joué par le système de retraite dans les équilibres économiques et sociaux d'un pays.

Dans une perspective à très long terme, on insiste ici sur les mérites d'un régime de « répartition provisionnée », système où les régimes publics ont constitué des réserves financières. Une telle orientation permet en principe de combiner le rendement élevé de la capitalisation et les performances de la répartition en termes de mutualisation des risques financiers entre générations.

---

(\*) Ce rapport constitue pour l'essentiel une synthèse de : « Le débat sur les retraites : capitalisation contre répartition » et « Analyse Économique de la retraite par répartition », O. Davanne et T. Pujol, *Revue Française d'Économie*, hiver 1997. Il n'engage que son auteur.

# Les déséquilibres du système français de retraite

## Les conséquences financières du vieillissement de la population

Sur le plan de la démographie, les analyses récentes de l'INSEE peignent une situation préoccupante au cours de la première moitié du siècle prochain. En effet, avec des hypothèses raisonnables (stabilisation de la fécondité avec un taux de descendance finale de 1,8, léger allongement de l'espérance de vie et maintien des taux actuels d'immigration) le poids des inactifs s'accroît fortement dans la population. En 2040, dans un scénario qualifié de central, il y aurait 70 personnes de 60 ans et plus pour 100 personnes ayant entre 20 et 59 ans contre seulement 36 en 1990 et 38 en 2005.

### 1. Structure par âge de la population française

	En %				
	1990	1995	2005	2015	2040
0-19 ans	27,8	26,3	25,0	23,4	21,1
20-59 ans	53,2	53,7	54,2	51,7	46,4
60-64 ans	5,1	5,1	4,3	6,2	5,4
65 ans et plus	13,9	14,9	16,5	18,7	27,1
Ratio + 60 ans / 20-59 ans	35,8	37,2	38,4	48,3	70,1
Ratio + 65 ans / 20-64 ans	23,9	25,4	28,2	32,4	52,3

Source : DINH (1995), scénario central.

Deux aspects de ces évolutions démographiques doivent être présents à l'esprit :

- Contrairement à un sentiment largement répandu, le terme de « bosse démographique » donne une image très inexacte des difficultés qui apparaîtront à partir de 2005-2010. Si la population française reste à peu près stabilisée au cours du siècle prochain, c'est la structure démographique de 2040 qui, loin de ressembler à une bosse, constituera une situation stable. Dans un contexte de vieillissement de la population, la structure actuelle, caractérisée par des taux de dépendance supportables, est en revanche transitoire et résulte du « baby-boom » des années cinquante et soixante. Plutôt que le passage d'une bosse, les difficultés de la première moitié du siècle prochain s'apparentent ainsi à la montée vers un plateau.
- Les prévisions démographiques, parce qu'elles décrivent des tendances lourdes, sont relativement précises, même à un horizon assez éloigné. Ainsi, une hausse même violente de la natalité ne ferait sentir ses effets sur la population active que vers 2020, lors de l'entrée dans la vie active des générations nées au cours des toutes prochaines années.

Les projections sur les taux d'activité et le dynamisme de l'emploi sont en revanche beaucoup plus incertaines. On peut notamment espérer un recul sensible du chômage à moyen-long terme. En dépit de cela, d'après les projections les plus récentes — Commissariat Général du Plan (1995)<sup>(1)</sup> —, le taux de dépendance (rapport du nombre de retraités au nombre de cotisants) pourrait presque doubler au cours des quarante prochaines années si le départ en retraite est maintenu de façon générale à 60 ans. Le taux de dépendance passerait ainsi de 0,50 actuellement (2 retraités par cotisants) à, selon les scénarios, 0,80 ou 0,90 (à peine plus d'un retraité par cotisant) en 2040. 2005-2006 seront des années charnières dans ce processus : elle marqueront le début des départs en retraite des générations nombreuses du « baby-boom »<sup>(2)</sup>.

Les réformes déjà réalisées dans le secteur privé (Régime général en juillet 1993, ARRCO-AGIRC en avril 1996) n'éviteront pas l'apparition de déficits importants à partir de 2005-2010. En ce qui concerne le régime général, les dernières prévisions, effectuées dans le cadre du rapport du Plan déjà cité, indiquaient un déficit de 56 milliards de francs 1993 en 2010 et 107 milliards de francs 1993 en 2015 (soit à cet horizon plus de 25 % des ressources du régime). Il n'existe pas de prévisions aussi précises pour les régimes complémentaires ARRCO et AGIRC. Celles effectuées pour le rapport du Plan ont été rendues caduques par la réforme d'avril 1996 et, de façon plus fondamentale, les paramètres de ces régimes (valeur d'achat du point, revalorisation des pensions...) n'ont pas été fixés par les partenaires sociaux en charge de ces régimes au-delà de l'an 2000.

Dans le secteur public, où aucune réforme n'a encore été réalisée, on ne peut pas à proprement parler de déficit, mais le paiement des pensions constituera à terme une charge considérable pour le budget. Entre 1995 et 2015, en francs constants, les pensions à la charge du budget de l'État seraient multipliées par 2,1, celles à la charge de la CNRACL (agents des collectivités locales, personnel hospitalier) par 3,2.

## Les répercussions économiques à long terme

Quelles seraient les conséquences d'un scénario « au fil de l'eau » où l'équilibre serait réalisé par une hausse régulière des prélèvements obligatoires (cotisations retraites et/ou impôts) étalée sur une période longue ? Pour équilibrer le seul régime général, le taux de cotisation devrait être accru d'environ 0,4 point tous les ans à partir de 2006. Pour l'ensemble des régimes, avant les réformes AGIRC-ARRCO de 1996, le rapport du Plan de 1995 estimait nécessaire de porter le taux de contribution sur la rému-

(1) Ce rapport constitue une réactualisation du *Livre Blanc* de 1991. Vernière (1990a et b) a été un des premiers à décrire les perspectives inquiétantes des retraites en France.

(2) En revanche, au cours des toutes prochaines années, ce sont des classes d'âge creuses, nées pendant la Seconde Guerre mondiale, qui prendront leur retraite.

nération brute des actifs<sup>(3)</sup> d'environ 20 % en l'an 2000 à près de 40 % en 2040.

Ce scénario « au fil de l'eau » ferait courir deux types de risque.

D'une part, la hausse des prélèvements serait probablement inflationniste et de nature à ralentir la croissance économique. Les salariés essaieraient vraisemblablement de compenser la hausse des cotisations par des exigences salariales accrues. Il y aurait ainsi un risque de cercle vicieux : un ralentissement de la croissance induit par la hausse du coût du travail ne pourrait en effet qu'accroître les difficultés de financement de la protection sociale.

D'autre part, dans une économie très ouverte, on pourrait assister au refus de payer des jeunes générations qui pourraient préférer partir vers des pays offrant un système de retraite plus efficace. Ce risque serait particulièrement marqué pour les travailleurs les plus qualifiés.

Pour évaluer l'ampleur de ce deuxième risque, il est nécessaire de réfléchir sur la notion de « compétitivité » d'un système de retraite. Les jeunes seront incités à refuser de payer (par leurs votes ou l'expatriation) si les systèmes de retraite des autres pays, qui accordent une plus grande place à l'épargne, sont plus efficaces, c'est-à-dire s'ils permettent d'obtenir le même niveau de pension avec des prélèvements plus modérés pendant la période d'activité.

Le rendement d'un système de retraite s'obtient en comparant, c'est-à-dire en actualisant, la retraite perçue et les prélèvements effectués sur les salaires pendant la période d'activité. Que ces prélèvements soient des cotisations sociales dans le cadre de la répartition ou de l'épargne pour de la capitalisation est sans importance : il s'agit simplement de mettre en rapport ce qui a été soustrait de la consommation pendant la période d'activité à ce qui a été obtenu en retour une fois la retraite prise.

Dans le cas de la retraite fondée sur la capitalisation, le rendement est celui des marchés financiers et dépend des actifs dans lesquels l'épargne-retraite est investie. Sur le long terme, les actions s'avèrent généralement le placement le plus rentable, aussi les fonds de pension britanniques ou américains sont-ils principalement investis en actions. Pour fixer quelques ordres de grandeurs, on peut noter qu'aux États-Unis, depuis un siècle, le rendement réel moyen des actions ressort à 6,5 % par an, contre 3,5 pour les obligations et 1,5 % pour des produits monétaires<sup>(4)</sup>. L'écart de rende-

(3) Brute au sens de la Comptabilité nationale, c'est-à-dire y compris la totalité des cotisations sociales payées par les entreprises.

(4) Pour la France, cependant, le rendement des actions a pu être négatif, même sur de longues périodes. Ainsi, hors dividendes, il tombe à - 3 % en moyenne annuelle sur la période 1910-1938. Cela reflète principalement : a. L'effet des vicissitudes historiques sur les marchés financiers ; b. L'effet négatif de l'inflation sur l'épargne française. Si le passé doit servir de guide, ce qui est douteux en ce qui concerne l'inflation, une diversification internationale des placements a un intérêt tout particulier dans le cas français.

ments entre ces actifs s'explique pour partie, par leurs primes de risques qui diffèrent.

Comment ces rendements se comparent-ils aux rendements offerts par la retraite par répartition ? Diverses études ont essayé de mesurer les rendements offerts aux différentes générations de retraités. On peut montrer que dans le long terme, quand le système a trouvé son équilibre et que les taux de cotisation sont stabilisés, le rendement de la retraite par répartition est égal au taux de croissance de l'économie. Ce résultat est assez intuitif : en simplifiant, on peut considérer qu'en échange du paiement de leurs cotisations sociales actuelles, les cotisants d'aujourd'hui acquièrent le droit de se partager dans vingt ou trente ans les cotisations payées par les actifs d'alors.

Or, en régime permanent, cette masse des cotisations croît comme l'économie dans son ensemble. Compte tenu des perspectives démographiques françaises et de la tendance des gains de productivité, la croissance de long terme de l'économie française devrait avoisiner 2 %, voire un peu moins. Ainsi, au-delà de variations de court terme affectant certaines générations, la répartition en France sera donc un système au rendement relativement faible, si on le compare à un portefeuille financier diversifié largement investi en actions.

Parce que l'épargne-retraite correspond généralement à un placement de longue durée, le différentiel de rendement entre systèmes joue avec un extraordinaire effet de levier sur l'épargne nécessaire pour préparer sa retraite : un franc immobilisé pendant trente ans devient 1,8 franc ou 4,3 francs selon qu'il est placé à 2 % (rendement du régime par répartition) ou 5 % (ordre de grandeur raisonnable pour le rendement sur longue période d'un portefeuille diversifié). Ainsi, à l'évidence, pour atteindre un même niveau de prestations, un système fondé sur l'épargne est beaucoup moins coûteux (le taux de prélèvement peut être multiplié par plus de trois quand le rendement réel chute de 6 % à seulement 2 %<sup>(5)</sup>). Ainsi, les cotisations payées par les actifs ont en première analyse un fort contenu en taxes pures puisque des paiements similaires dans des fonds de pension donneraient des revenus futurs sensiblement plus élevés.

Ceci posé, ces arguments ne doivent pas cacher les risques de la capitalisation « pure » qui repose exclusivement sur l'épargne individuelle, sans intervention de la sphère publique afin de mutualiser les risques. Les retraités deviennent alors exposés aux crises financières. Ce risque, sur lequel nous reviendrons, limite l'attrait de la capitalisation et projette une lumière nouvelle sur l'analyse du paragraphe précédent : les générations futures peuvent s'accommoder d'un système au rendement faible mais assez stable, de préférence à un système au rendement plus fort mais très incertain.

---

(5) Voir Davanne et Pujol (1997a).

Au total, il est cependant vraisemblable qu'un système fonctionnant en répartition « pure », c'est-à-dire où les revenus des retraités sont intégralement financés par des prélèvements sur les actifs, n'est pas compétitif<sup>(6)</sup>. Les générations actuelles s'exposent à un risque non négligeable en tenant pour acquise la solidarité des générations futures et en laissant en l'état le système de retraite. On ne peut exclure que, dans 20 ou 30 ans et dans un contexte de mobilité accrue des salariés, on assiste à une fuite des travailleurs les plus qualifiés vers les pays offrant des systèmes de retraite plus efficaces ou vers des activités où l'évasion fiscale est plus aisée<sup>(7)</sup>.

Les risques du scénario « au fil de l'eau » apparaissent ainsi clairement. Malheureusement, les réformes déjà réalisées, limitées dans leur champ et leur ambition, n'ont constitué que des ajustements à la marge. Face au vieillissement de la population, il est souhaitable de retenir une approche plus stratégique et de réfléchir aux moyens de rendre plus compétitif et équitable le système de retraite que nous laisserons aux prochaines générations.

Le mode d'organisation du système de retraite constitue un enjeu de société essentiel. Il a un impact majeur sur les flux de financement et la structure capitalistique de l'économie. Surtout, il structure les relations entre générations.

## **Quelles réformes?**

Le rôle du Conseil d'Analyse Économique n'est certainement pas de livrer une réforme « prête à l'emploi ». Un tel sujet exige des expertises techniques approfondies et un véritable débat national. On peut cependant essayer de donner quelques clefs pour identifier les vraies questions et évacuer les faux débats.

### **Que dit l'analyse économique : capitalisation, répartition ou « répartition provisionnée » ?**

Tout le débat sur les retraites est traversé par la controverse entre les deux méthodes aujourd'hui utilisées pour financer les revenus des inactifs. À un extrême, on trouve la « répartition pure », système dans lequel les pensions sont payées, année après année, par un prélèvement sur les revenus des actifs. À l'autre, on trouve la « capitalisation pure », système où les inactifs vivent de l'épargne accumulée pendant leur période d'activité.

---

(6) Dans la comparaison du couple risque/rendement des deux systèmes, il ne faut pas oublier que les risques associés à la répartition ne sont pas nuls (les générations suivantes peuvent notamment refuser d'honorer les engagements pris en leur nom...).

(7) Cela montre aussi combien il est illusoire d'espérer résoudre par des gains de productivité les problèmes de retraites. Avec une productivité plus forte, le gâteau à partager est plus gros : cela ne signifie pas que l'envie de partager soit plus répandue parmi les actifs.

Contrairement à ce qui est souvent affirmé, ces deux systèmes ne sont pas équivalents, même dans le très long terme.

D'une part, la capitalisation permet d'encourager l'épargne longue favorable au développement des entreprises. Un capital plus important élève la productivité et donc le salaire des actifs. Ce sujet fait l'objet de débats entre économistes depuis les travaux de Feldstein en 1974. En première analyse, la différence entre répartition et capitalisation est indiscutable. Dans un régime en capitalisation, actifs et retraités possèdent un patrimoine pour assurer leurs besoins futurs. En répartition, ce « patrimoine » est composé de droits sur les régimes de retraite et ces droits n'ont pas pour contrepartie du capital investi dans l'économie. Ces droits sont aussi appelés « dette implicite du système de retraite ». Selon les estimations de l'OCDE, dans le cas français, elle serait supérieure à deux fois le montant du PIB, c'est-à-dire largement plus que le patrimoine financier total des ménages français<sup>(8)</sup>.

## 2. Estimation de la dette nette des systèmes de retraite

*En % du PIB*

États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
43	200	160	216	233	100

*Source : Van den Noord & Herd, OCDE, 1994.*

Cependant, ces estimations de « dette implicite des systèmes de retraite » ne mesurent que très imparfaitement la perte de capital dans l'économie. Sans entrer dans les détails, il existe des mécanismes de compensation entre différentes catégories d'épargne de sorte qu'une épargne plus importante au titre de la retraite peut s'accompagner d'un repli d'autres catégories d'épargne<sup>(9)</sup>. Par ailleurs, une partie du patrimoine supplémentaire issu de régimes fonctionnant en capitalisation sera placée à l'étranger. De fait, si les marchés financiers étaient « parfaits », l'épargne supplémentaire dans un petit pays n'aurait aucun impact sur le stock de capital de ce pays. En effet, les investisseurs seraient décidés non pas en fonction de l'offre locale de financement, mais en fonction uniquement de la rentabilité des projets locaux comparée à celle des opportunités d'investissement à l'étranger. Les études disponibles (voir en particulier les travaux de Feldstein) insistent cependant sur la segmentation persistante des marchés de capitaux. Un pays qui dispose d'une épargne plus abondante en gardera une partie importante sur place et aura de ce fait des entreprises mieux dotées en capital (financier aussi bien que physique).

(8) Ces estimations de dette implicite dépendent crucialement du taux d'actualisation retenu. Dans l'article cité, l'hypothèse de rendement réel était de 3,5 %. Un taux plus élevé réduirait fortement le résultat des calculs actuariels.

(9) Dans les années soixante-dix, Feldstein (1974) fut le pionnier d'un certain nombre d'études macroéconométriques sur le lien empirique entre accumulation du capital et retraites.



Les systèmes de retraite ne se distinguent pas uniquement par leur capacité à générer de l'épargne et du capital. Comme nous l'avons vu, ils diffèrent aussi bien du point de vue du rendement qu'ils offrent aux salariés et aux retraités, que des risques qu'ils leur font supporter. À ce stade, il est utile de revenir sur l'analyse des risques juste esquissée dans la partie précédente.

La crise asiatique nous rappelle opportunément que les risques financiers sont loin d'être négligeables dans nos économies. D'une part, la valeur des actifs financiers se modifie pour refléter les changements des « fondamentaux économiques ». La « stagflation » de la seconde moitié des années soixante-dix, après les deux chocs pétroliers, constitue un bon exemple. Elle s'est traduite par une obsolescence accélérée d'une partie du stock de capital et une nette dégradation de la profitabilité des entreprises. Dans le même temps, l'inflation affaiblissait considérablement le marché obligataire. Dès lors, les salariés, bien protégés par la forte indexation des salaires ont, dans la plupart des pays, connu un sort plus enviable que les « rentiers ». Par ailleurs, les investisseurs peuvent aussi être victimes du « bruit » sur les marchés financiers.

Les évolutions sur les marchés financiers ne reflètent pas simplement l'influence des fondamentaux macroéconomiques observables. Bulles, modification d'anticipations ou changement dans la valorisation des actifs (perception des risques, etc.) se combinent pour accroître la volatilité des marchés et affecter le rendement de l'épargne financière. Beaucoup de ces « bruits » sont des fluctuations de court terme qui ont tendance à s'auto-corriger. De fait, la volatilité des marchés financiers semble très différente selon qu'on la regarde à court ou à long terme : elle est considérablement plus faible dans le second cas. On assiste cependant parfois à de véritables crises financières, telles que le krach de 1929, qui ont des effets durables et peuvent conduire, pour les épargnants, à des pertes de capital considérables.

Il est cependant important de ne pas se contenter d'une analyse un peu naïve de la capitalisation pure et d'analyser précisément comment ces risques financiers sont répartis dans les pays s'appuyant sur des fonds de pension. Historiquement, les risques financiers étaient principalement reportés sur les actionnaires des entreprises, mais la situation est en train de changer : les salariés, ainsi que les retraités, sont de plus en plus concernés.

La majorité des fonds de pension étrangers ne sont pas à cotisations mais à prestations définies. Dans des fonds à prestations définies, les droits des salariés, fixés généralement par référence au dernier salaire, ne sont guère différents dans leur principe de ceux obtenus dans un régime de retraite par répartition. En principe, ils ne dépendent pas du rendement des marchés financiers, contrairement à ce qui se passe dans les fonds à cotisa-



tions définies<sup>(10)</sup>. Ces fonds de pension accumulent des réserves, sous le contrôle d'actuaire extérieurs, destinées à garantir la totalité des engagements pris vis-à-vis des salariés. En cas de krach financier, les entreprises sont appelées à reconstituer les réserves de leurs fonds de pension. Ce sont les actionnaires actuels qui supportent, consciemment ou non, l'essentiel des risques financiers.

Ces fonds sont donc en principe très protecteurs pour les salariés. Cependant, que se passerait-il si une crise financière rendait nécessaire une forte hausse des cotisations versées par les entreprises à leurs fonds de pension ? Il n'est pas sûr que toutes les entreprises puissent y faire face<sup>(11)</sup>. Les fonds à prestations définies constituent peut-être le talon d'Achille du capitalisme anglo-saxon et de fait la tendance actuelle est de les transformer en fonds à cotisations définies. Les actionnaires essayent ainsi de renvoyer sur leurs salariés des risques financiers qu'ils avaient acceptés d'assumer dans un passé lointain et dans un contexte radicalement différent en matière d'espérance de vie et de masse des retraites en proportion du revenu national.

La remise en cause du fonctionnement des fonds à prestations définies est probablement inéluctable. Ces fonds vont en effet probablement aujourd'hui trop loin dans le transfert de risque (hors marchés financiers) des salariés-épargnants vers les actionnaires. Dans un régime par capitalisation, du fait du vieillissement de la population, les masses financières gageant les retraites futures deviennent considérables et on ne peut probablement pas éviter une certaine exposition des salariés aux risques financiers. Le développement des fonds à cotisations définies, qui cherchent à gérer au mieux les intérêts de leurs adhérents par l'utilisation de tous les instruments financiers disponibles, traduit cette réalité.

Au total, on observe que la sphère financière est capable d'adaptations et essaye d'allouer au mieux les risques financiers *au sein* d'une génération. Il n'en reste pas moins que dans les pays ayant fait le choix de la capitalisation, les risques financiers restent très inégalement répartis *entre* générations. Une hausse des salaires (« choc sur la rémunération des facteurs ») ou un krach boursier, qui offre l'opportunité d'acheter des actifs très dépréciés, bénéficiera aux jeunes générations mais affectera les actionnaires, les retraités et les salariés en fin de carrière détenteurs d'un portefeuille financier important. Or, une économie qui fonctionne bien doit être capable de mutualiser les risques. Si deux personnes ne sont pas soumises avec la même intensité à un risque donné, elles ont une incitation à réaliser un échange de risque mutuellement profitable. La personne la moins

---

(10) Les fonds à cotisations définies sont proches de ce que nous avons appelé la capitalisation pure.

(11) Aussi, aux États-Unis, les salariés sont-ils protégés contre une faillite de leur entreprise par un système d'assurance publique.

exposée peut accepter de supporter une plus grande part du risque en contrepartie d'une prime d'assurance payée par celle qui était initialement la plus menacée. Il est important de souligner que cette mutualisation des risques n'est pas un objectif « social », mais bien une des facettes de l'efficacité économique<sup>(12)</sup>.

En pratique, cette mutualisation des risques est loin de se produire spontanément dans une économie de marché sans intervention de la sphère publique. Dans le cas de la retraite, certaines des raisons de cette inefficacité sont faciles à comprendre. En principe, dans le cadre d'un système en capitalisation, une négociation devrait s'ouvrir qui verrait les jeunes accepter, contre le versement d'une prime d'assurance, de protéger leurs aînés contre une baisse des marchés financiers dans le futur. En clair, vieux et jeunes s'accorderaient pour partager dans vingt ou trente ans la masse composée, d'une part, des salaires des actifs et, d'autre part, de l'épargne accumulée par ou pour les retraités. À l'évidence, une telle solution présente deux difficultés majeures : les « coûts de transaction » sont élevés parce que la définition des contrats optimaux est complexe ; certains des contractants potentiels ne sont pas encore nés...

Au total, il importe de comprendre et distinguer les deux types de logiques qui peuvent sous-tendre l'intervention des administrations dans le système de retraite : l'assurance et la redistribution.

### *La logique assurantielle*

Les observateurs les plus libéraux oublient trop souvent le fonctionnement spontanément imparfait des marchés de l'assurance. Comme dans d'autres domaines de la protection sociale, l'intervention des administrations en matière de retraite est une réponse nécessaire à la difficulté que rencontre le marché pour mutualiser certaines classes de risques importants. Partons d'une situation de pure capitalisation (épargne individuelle sans mutualisation des risques financiers). Les travailleurs-épargnants actuels désiraient acquérir un instrument financier leur permettant d'échanger une partie de leurs actifs financiers à haut rendement, mais risqués, contre des droits à la retraite moins sensibles aux risques financiers. Dans cette logique, d'échange de risques mutuellement profitable, les administrations, agissant pour le compte des générations jeunes ou à naître, peuvent avoir intérêt à procéder à la transaction inverse, c'est-à-dire accorder des droits du type de ceux que l'on obtient dans les régimes par répartition (retraite en pourcentage du dernier salaire, points indexés sur l'inflation, etc.) en échange d'une reprise des actifs financiers détenus par les « seniors ». En d'autres termes, sur le plan des principes, partant d'une situation de capitalisation pure, il est souhaitable que l'État joue un rôle d'intermédiaire entre générations.

(12) Il est dommage que cet aspect des choses n'ait pas été mieux pris en compte par le célèbre *Rapport de la Banque mondiale* (1994) qui plaidait pour un système à cotisations définies.

## *La logique redistributive*

Les administrations ne sont pas limitées à cette fonction assurantielle. En fait, historiquement, les régimes par répartition visaient prioritairement à éradiquer la pauvreté parmi les populations âgées. Ainsi, les premières générations se sont-elles vues accorder des possibilités d'achats de droits pour lesquels elles n'avaient pas cotisé. Par la suite, de nombreux groupes socioprofessionnels se sont vus accorder des possibilités d'achats de droits à des conditions extrêmement avantageuses. Au total, les fondateurs des systèmes de retraite n'ont pas fait jouer aux administrations un simple rôle d'assureur : ils ont mis en place un système ayant une composante redistributive massive au bénéfice des personnes âgées. Dans le système par répartition tel qu'il fonctionne, les générations futures héritent en effet sans réelle contrepartie de la dette de retraite accordée aux générations actuelles. Les administrations jouent bien un rôle d'intermédiaire entre les générations mais avec un biais peu discutable en faveur des générations présentes.

Du point de vue de l'analyse économique qui vient d'être développée, le système optimal de retraite est celui que nous qualifierons de « répartition provisionnée ». Dans un tel système, les régimes de retraite publics se concentrent sur leur rôle « d'assureurs intergénérationnels » et gèrent des réserves financières importantes. Les jeunes générations héritent ainsi en contrepartie de la dette implicite laissée par leurs parents d'un patrimoine important. Ce patrimoine, productif de revenus, allège le poids des cotisations retraite payées par les actifs. Des régimes de retraite publics accordant des droits en répartition et disposant de réserves importantes cumulent les avantages de la répartition (bonne mutualisation des risques financiers) et ceux de la capitalisation (rendement élevé et offre d'épargne élevée). Il s'agit en principe du système le plus compétitif sur le plan du couple risque-rendement.

La gestion d'un tel système se heurte toutefois à plusieurs difficultés qu'il convient de ne pas sous-estimer.

- Tout d'abord, il faut s'assurer que les réserves soient maintenues au niveau nécessaire pour solvabiliser le système de retraite et non pas utilisées au fil des échéances politiques comme une manne à la disposition des gouvernements. Il faut donc trouver des règles claires quasi constitutionnelles pour définir le taux auquel les régimes de retraite doivent provisionner leurs engagements, c'est-à-dire leur dette implicite. Cela pose deux questions : d'une part, celle du taux actuariel retenu pour évaluer la dette implicite (un franc dû dans vingt ans représente une dette actuelle de 67 centimes avec un taux d'actualisation de 2 % mais de seulement 26 centimes avec un taux d'actualisation de 7 %) et, d'autre part, celle du taux de provisionnement (réserves-dette implicite). Ces règles permettent de définir les objectifs de moyen-long terme qui s'imposent aux gestionnaires des régimes. Il faut aussi fixer les règles de reconstitution de ces réserves en cas de crise financière et, symétriquement, celles de partage des excédents

en cas d'évolution très favorable des marchés. De telles règles doivent permettre un haut degré de mutualisation des risques financiers entre différentes catégories sociales et entre générations. Les mouvements de reconstitution des réserves (ou de reversement des excédents) devraient porter sur des périodes longues (plusieurs décennies) et affecter aussi bien les actifs que les retraités (cette mutualisation entre actifs et retraités est mécaniquement réalisée si les retraites sont indexées sur les salaires nets de cotisation). Au total, le provisionnement des régimes de retraite pose un certain nombre de difficultés techniques qui sont cependant loin d'être insurmontables. La pérennité des règles, qui doivent résulter d'un large accord dans la société compte tenu des masses en jeu, doit également être assurée par les mécanismes institutionnels adéquats (bonne définition du rôle de l'État, des partenaires sociaux, d'éventuelles autorités indépendantes...).

- Ensuite, il faut assurer une gestion professionnelle de ces réserves. À l'instar des fonds de pension américains, il paraît nécessaire de déléguer la gestion de ces fonds à des professionnels de la gestion financière, indépendants des organismes de retraite. Il faudrait au préalable déterminer une référence pour ces gestionnaires, c'est-à-dire les orientations stratégiques de cette gestion (poids des actions, des obligations et de l'immobilier, degré de diversification internationale). Une telle délégation réduirait le risque de « socialisation » de l'économie que fait planer un tel projet de réserves. Il faut en particulier éviter que des gouvernements ne soient en mesure d'utiliser ces réserves pour contrôler certaines entreprises, ou les secourir financièrement.

## **Cinq axes de réforme**

Les analyses qui précèdent conduisent à privilégier cinq axes de réforme. Il ne s'agit que de pistes qui toutes appellent débats et expertises approfondies.

### *Affirmer la solidarité des différents régimes*

Au fil de l'histoire, le système français de retraite s'est constitué sur une base corporatiste et le mode de formation des droits diffère d'un régime à l'autre. Certains régimes utilisent un système de points, d'autres définissent les pensions en fonction du dernier salaire sur la base de taux de remplacement qui varient d'un régime à l'autre. Les modalités d'indexation ne sont pas identiques : sur les prix dans le régime général, à la discrétion des partenaires sociaux dans les régimes complémentaires, sur la valeur du point d'indice dans la fonction publique. Non seulement les droits accordés diffèrent, mais la capacité des différents régimes à honorer ces droits dans le futur est également très variable. La solvabilité des régimes dépend notamment de la démographie propre à la profession concernée.

Une telle situation est porteuse de graves difficultés pour l'avenir quand, dans un contexte financier très difficile, il faudra déterminer qui a véritablement droit à quoi et qui paye quoi. Les égoïsmes catégoriels risquent d'être insurmontables. Face aux risques issus de ce morcellement, il convient d'affirmer la solidarité des différents régimes par un rapprochement suffisant des règles qui définissent les droits accordés aux futurs retraités. En principe, un franc de cotisation payé aujourd'hui devrait donner droit à une pension future comparable quel que soit le régime.

Quant aux salariés du secteur privé, les partenaires sociaux semblent avoir pris conscience des risques du morcellement actuel pour la retraite par répartition et les accords d'avril 1996 conduiront à un rapprochement significatif des règles de fonctionnement de l'ARRCO et de l'AGIRC.

### *Rendre possible un prolongement de la vie active*

Allonger la durée de la vie active est en principe une des façons les plus efficaces d'éviter que le vieillissement de la population ne se traduise par des déficits considérables ou une forte hausse des cotisations sociales. Dans un contexte d'augmentation marquée de l'espérance de vie et d'amélioration considérable du système de santé, les actifs préfèrent certainement travailler un peu plus longtemps plutôt que d'être étouffés par le poids des cotisations sociales.

### **3. Poids des inactifs selon les scénarios<sup>(\*)</sup>**

	En %				
	1990	1995	2005	2015	2040
Ratio + 60 ans / 20-59 ans					
Scénario central	35,8	37,2	38,4	48,3	70,1
Variante haute					77,1
Variante basse					64,8
Ratio + 65 ans / 20-64 ans					
Scénario central	23,9	25,4	28,2	32,4	52,3
Variante haute					56,9
Variante basse					48,8

Note : (\*) Scénario central : Fécondité 1,8 ; Variante haute : fécondité 1,5 ; Variante basse : fécondité 2,1.

Source : INSEE, 1995.

Comme l'indique le tableau 3, on diminuerait à terme de près d'un tiers le ratio de dépendance démographique (inactifs-personnes d'âge actif) si l'on parvenait à déplacer la limite qui sépare l'activité de l'inactivité de 60 à 65 ans (dans le scénario démographique central, en 2040 il y aurait 70 personnes de plus de 60 ans pour 100 personnes ayant entre 20 et 59 ans, mais seulement 52 personnes de plus de 65 ans pour 100 personnes ayant entre 20 et 64 ans).

Probablement, la meilleure façon d'obtenir ce résultat consisterait à continuer à accroître la durée de cotisation nécessaire pour bénéficier d'une retraite à taux plein. Celle-ci sera déjà portée de 37,5 ans en 1993 à 40 ans en 2003 dans le régime général et, à terme, il sera probablement nécessaire d'aller au-delà dans ce régime comme dans les autres régimes de retraite<sup>(13)</sup>. En incitant les salariés à travailler plus longtemps, une telle orientation contribuerait puissamment à l'équilibre des régimes de retraite.

Il conviendrait cependant de ne pas sous-estimer l'obstacle à un allongement de la durée d'activité que constitue le fonctionnement imparfait du marché du travail. Pour de nombreuses raisons, les travailleurs les plus âgés sont particulièrement vulnérables face au risque de perte d'emploi. On admet généralement que la productivité des salariés baisse après cinquante ou cinquante-cinq ans bien que les travailleurs français soient encore largement habitués à des augmentations de salaires à l'ancienneté. Par ailleurs, en cas de choc technologique, les entreprises peuvent hésiter à réaliser un important investissement en formation pour les travailleurs les plus âgés.

Ainsi, encourager la poursuite d'une activité après 60 ans nécessiterait une réflexion générale sur le rôle et la protection des travailleurs les plus âgés. Il y aurait une certaine hypocrisie à vouloir baisser significativement les taux de remplacement offerts par les régimes de retraite à 60 ans sans réfléchir aux moyens de garantir un accès à l'emploi après cet âge. Ce « droit à l'emploi » après 60 ans pourrait notamment nécessiter à terme une extension et un renforcement des systèmes de préretraites, de façon à protéger les travailleurs de plus de 60 ans contre les risques, notamment de nature technologique, qu'ils supportent<sup>(14)</sup>. À terme, probablement autour de 2010, l'augmentation de l'espérance de vie et le vieillissement de la population poseront la question de l'âge légal de la retraite.

Notons cependant que l'âge légal de la retraite détermine aujourd'hui le moment à partir duquel il devient possible de toucher une pension. En cas de relèvement de l'âge de la retraite dans le futur, ce lien poserait problème. En effet, il semble souhaitable de laisser aux individus une certaine flexibilité et de maintenir au cours des prochaines décennies la possibilité de départs anticipés, avec une pension réduite si la durée de cotisation requise n'est pas atteinte. Certains travailleurs pourront ainsi souhaiter faire un important effort d'épargne individuel et arrêter leur activité professionnelle plus tôt que les autres. Il apparaîtrait alors normal qu'ils reçoivent, quel que soit leur âge, une pension calculée en fonction de leurs cotisations

(13) Le *Livre Blanc* de 1991 recommandait implicitement de porter à 42 ans la durée requise de cotisation pour bénéficier d'une retraite à taux plein. La réforme de 1993 s'est limitée à porter celle-ci à 40 ans à partir de 2003.

(14) Voir Blanchet (1995) pour une analyse des préretraites comme un mécanisme d'assurance.

passées (l'abattement sur la pension à taux plein doit alors être calculé actuariellement, en fonction de l'âge de cessation d'activité et de la durée de cotisation, pour tenir compte du coût pour la collectivité d'un départ anticipé).

### *Retenir des règles claires et équitables pour l'indexation des pensions*

Dans un contexte de croissance lente et de montée du chômage, notamment pour les jeunes, l'indexation des pensions sur les prix a probablement été depuis dix ans une mesure tout à fait nécessaire pour contenir le déficit du régime général de Sécurité sociale. Les autres régimes ont d'ailleurs appliqué en général des modes d'indexation aussi, voire plus, restrictifs.

Cependant, au-delà des incontournables contraintes financières de court terme, l'indexation sur les prix ne peut être considéré comme un mode satisfaisant de revalorisation des pensions dans une perspective de moyen-long terme. Dans la durée, elle n'est ni juste, car elle conduit à terme à une dégradation importante de la situation relative des retraités les plus âgés, ni efficace, car elle va à l'encontre du principe de mutualisation des risques qui constitue la raison d'être de la retraite par répartition.

Un choc inflationniste, par exemple un choc pétrolier, affectera les salariés mais pas les retraités dont le pouvoir d'achat est garanti dans le régime général. Les salariés, déjà touchés par l'accélération de l'inflation, peuvent même voir leurs cotisations retraite augmenter pour financer la garantie de pouvoir d'achat accordée aux retraités. Une accélération des gains de productivité aurait l'effet inverse ne permettant une progression plus soutenue des salaires réels mais non des retraites<sup>(15)</sup>.

Certes, la réforme de 1993 prévoit que les retraites puissent bénéficier de coups de pouce, non spécifiés, en cas de forte croissance. Cette possibilité peut être utilisée de façon ponctuelle mais elle n'est pas sans effets pervers. Elle constitue en effet un encouragement à la formation d'un lobby représentatif des retraités, à l'image du « grey power » américain, qui cherchera à obtenir des hommes politiques, notamment en période électorale, une revalorisation généreuse des pensions. Pour le bon fonctionnement de la démocratie, il faut être méfiant face à des règles d'évolution des revenus trop imprécises.

Dans une optique de mutualisation efficace des risques, la référence de long terme ne devrait donc pas être les prix mais plutôt les salaires nets. Retraités et salariés sont alors soumis aux mêmes aléas. L'utilisation des salaires nets comme référence ne signifierait pas nécessairement une charge supplémentaire pour les actifs.

---

(15) De façon générale, une indexation des prix signifie que le statut relatif des salariés qui vivent le plus longtemps se dégrade. Elle fait donc disparaître une sorte d'assurance contre la vieillesse.



D'une part, il serait probablement nécessaire de jouer sur d'autres paramètres du système pour réaliser des économies équivalentes (par exemple, accroître certaines cotisations sociales payées par les retraités). D'autre part, l'indexation pourrait être du type « salaires nets – 1 % », comme c'est le cas dans les accords ARRCO-AGIRC de 1996 (pour une période limitée à 1996-2000). Une telle règle est de loin préférable à une indexation sur les prix. Pour les retraités, elle devrait s'avérer un peu plus généreuse sur longue période (compte tenu de gains de productivité du travail en moyenne au voisinage de 2 %, la croissance des salaires nets, même diminuée de 1 %, devrait en moyenne dépasser l'inflation). Pour les salariés, elle aurait l'avantage d'associer les retraités aux aléas de la conjoncture.

Notons cependant que l'évolution des salaires nets ne mesure qu'imparfaitement le niveau de vie des salariés. Celui-ci dépend aussi de leur exposition au risque de chômage. Plus généralement, il serait utile d'organiser un suivi fin de la situation relative des salariés et des retraités par une institution apolitique composée de représentants indiscutables de la société civile. Ce « Conseil » aurait la possibilité de transmettre à titre exceptionnel des recommandations au pouvoir politique en matière de revalorisation des pensions, en cas d'évolution manifestement divergente de la situation des différentes générations.

En ce qui concerne les régimes complémentaires, ce sont les partenaires sociaux qui jugent en toute liberté des revalorisations équitables à accorder aux retraités. Le système a fonctionné tout à fait correctement dans le passé, mais on peut se demander ce que réserve l'avenir, dans un contexte de fortes tensions financières. Les revalorisations pourraient alors résulter davantage des rapports de force entre générations au sein des organisations syndicales et professionnelles que d'un jugement serein sur l'évolution équitable des revenus des actifs et des retraités. L'ARRCO et l'AGIRC gagneraient probablement à réfléchir à des règles claires et durables en matière d'évolution des pensions.

### *Provisionner progressivement une partie des engagements pris par les régimes publics*

Nous avons vu que sur le plan des concepts, un système de retraite efficace reposait largement sur le principe de la « répartition provisionnée ». Dans un tel système, les droits à retraite restent fixés selon les règles de la répartition et sont largement découplés du rendement des marchés financiers, mais la solvabilité et l'efficacité du système sont garantis par la constitution de provisions financières importantes.

Il y a deux façons de faire évoluer très progressivement un système de « répartition pure » vers un système de « répartition provisionnée ».

En premier lieu, on peut décider dans tout ou partie des régimes d'introduire, comme au Japon ou aux États-Unis, une surcotisation dont le produit est mis en réserve. Cette surcotisation est d'abord croissante, atteint un pic,



puis diminue. À un certain stade, elle devient négative car les produits financiers générés par les réserves contribuent positivement au financement des retraites.

Cette constitution de réserves est d'autant plus facile et bénéfique que le rendement du capital est élevé relativement au taux de croissance de la masse salariale.

Une partie des revenus financiers doit en effet être réinvestie pour stabiliser le ratio réserves-masse salariale. Le taux de rendement doit ainsi être supérieur au taux de la croissance de la masse salariale si l'on souhaite utiliser une partie des produits financiers pour payer les pensions. On peut supposer que sur longue période l'écart entre le rendement du capital et le taux de croissance de la masse salariale se situe entre 4 et 5 % (2 % pour la masse salariale réelle, entre 6 et 7 % pour le rendement de placements prioritairement tournés vers les actions).

Le tableau 4 décrit différents scénarios de constitution de réserves selon l'écart entre rendement du capital et croissance de la masse salariale. Dans tous ces scénarios, de façon conventionnelle la surcotisation apparaît en 1999, elle augmente jusqu'en 2005, puis diminue pour disparaître entre 2015 et 2020. Tous ces scénarios illustratifs sont calibrés de sorte qu'en 2040, et les années qui suivent, les taux de cotisation retraite soient réduits de 10 points relativement au scénario au fil de l'eau sans réserves.

4. Scénarios de constitution de réserves financières

Écart entre le rendement du capital et la croissance de la masse salariale	Réserves à partir de 2040 (en % de la masse salariale)	Hausse annuelle des taux de surcotisation entre 1999 et 2005 (points)	Taux de surcotisation (en %)			
			2005	2015	2025	2040 et au-delà
4 %	250	+ 1,3	9,1	3,6	− 1,8	− 10
5 %	200	+ 1,0	6,9	2,0	− 2,8	− 10
6 %	170	+ 0,8	5,4	1,0	− 3,4	− 10

Au-delà de ses mérites de long terme, une telle politique de constitution de réserves permettrait aussi de lisser l'évolution des taux de cotisation au cours des prochaines décennies. Les hausses de cotisation nécessaires sur la période 2005-2015 seraient en fait mieux réparties sur la période 1999-2015, et donc plus facilement supportables par l'économie.

L'introduction d'une telle surcotisation temporaire, en dépit de tous ses avantages, ne serait pas sans poser de nombreux problèmes. Elle pourrait être difficilement acceptée par les actifs s'ils y voient une hausse des prélèvements obligatoires sans véritable contrepartie.

Une autre option consisterait à programmer une baisse à terme des taux de remplacement offerts par les régimes fonctionnant en « répartition pure » et introduire en contrepartie un nouvel étage respectant les principes de « répartition provisionnée » dans les régimes de retraite complémentaire. Cela nous renvoie à la question générale de l'épargne salariale.

### *Revoir en profondeur les mécanismes d'épargne salariale*

L'épargne-retraite est une épargne tout à fait spécifique, d'une part, du fait de son horizon de gestion très long qui favorise les placements en actions et, d'autre part, du fait de son objectif final : l'obtention d'une rente. Il s'agit d'une épargne très difficile à gérer de façon optimale car elle nécessite en permanence des choix financiers complexes pour optimiser le couple rendement-risque.

Dans ce contexte, les partenaires sociaux ont un rôle clef à jouer pour offrir aux actifs un cadre d'épargne à la fois sûr et performant. L'union fait la force : la bonne épargne-retraite résulte d'un contrat collectif entre les représentants des salariés, les entreprises et les institutions financières susceptibles de gérer l'épargne et capables d'offrir des rentes viagères. Les syndicats peuvent avoir dans ce domaine un rôle éminent de défense des intérêts des salariés. De la même façon, les entreprises peuvent faire bénéficier leurs salariés de leur bonne connaissance générale des mécanismes financiers.

Il serait donc utile de réfléchir au cadre juridique et fiscal de nature à encourager le développement de plans d'épargne salariaux à long terme orientés vers la préparation de la retraite. Il s'agit d'un sujet qui pose de nombreux problèmes techniques, notamment pour garantir la solvabilité de ces plans et permettre la mobilité des salariés. Par ailleurs, les solutions doivent être cohérentes avec les choix faits quant au rôle des régimes de retraite complémentaire. Dans le domaine de l'épargne-retraite, il serait en effet dommage que ceux-ci soient totalement exclus compte tenu de leurs trois avantages comparatifs :

- Ils couvrent la totalité des salariés du privé. Un système géré par les régimes complémentaires n'entraverait pas la mobilité des salariés. Les droits d'un salarié ne seraient nullement affectés par un changement d'entreprise.
- Bien implantés dans le monde du travail, gérés par les partenaires sociaux, ces régimes bénéficient de la confiance des salariés et des entreprises.
- Leur surface financière est sans équivalent car ces régimes ont la maîtrise des taux de cotisation payés par les salariés et les entreprises. D'une certaine façon, leurs fonds propres sont constitués de la masse future des cotisations reçues ! En conséquence, ils semblent en mesure de concevoir un dispositif d'épargne conforme aux principes de la « répartition provisionnée », c'est-à-dire très protecteur vis-à-vis des risques financiers

tout en étant particulièrement attractif du point de vue du rendement, ce dernier pouvant tenir compte de l'évolution des salaires nets (voir l'annexe pour une tentative de définition des grandes caractéristiques d'un tel produit d'épargne).

Malheureusement, la réflexion des partenaires sociaux ne semble pas très active sur les moyens de mobiliser au bénéfice des salariés les avantages comparatifs des régimes complémentaires ARRCO et AGIRC en matière d'épargne-retraite.

## Conclusion

Le système français de retraite se trouve aujourd'hui dans une situation de profond déséquilibre. Les travailleurs d'âge actif, tout particulièrement ceux dont l'âge se situe autour de 45 ou 50 ans, n'ont guère de visibilité. Ils savent seulement qu'avec 53 personnes de plus de 60 ans pour 100 personnes ayant entre 20 et 59 ans en 2020 (autour de 70 en 2040), les générations suivantes ne seront probablement pas en mesure de financer des taux de remplacement élevés à 60 ans. Mais ils ignorent les ajustements qui seront décidés. Ils ignorent également s'ils auront la possibilité, compte tenu de l'état du marché du travail, de travailler plus longtemps pour compléter leurs revenus.

C'est un peu en aveugle qu'ils doivent déterminer l'effort d'épargne à réaliser pour compléter leur pension future. De plus, ils sont pour la plupart confrontés à une situation marquée par l'absence de produits d'épargne spécifiquement tournés vers la préparation de la retraite. C'est d'ailleurs une situation un peu paradoxale compte tenu par ailleurs de la richesse, voire de la complexité, de l'offre disponible en matière d'épargne longue (PEP, PEA, PEL, assurance-vie, épargne salariale...).

À l'issue des nécessaires débats et expertises, il faudra reconstruire un système soutenable sur le long, voire le très long terme. Il est bien sûr impossible de supprimer toute incertitude, notamment en ce qui concerne l'état du marché du travail, mais les engagements pris par les différents régimes obligatoires à un horizon 2020 ou 2030 devraient être beaucoup plus clairs et crédibles. Cela demande une réforme concertée des différents régimes, qui pourrait être complétée par un effort de provisionnement des engagements pris, c'est-à-dire la constitution d'une façon ou d'une autre de réserves financières plus importantes dans les régimes de retraite complémentaires.

Parallèlement à cette consolidation des engagements pris, il apparaît souhaitable de simplifier l'offre de produits d'épargne et de répondre mieux qu'aujourd'hui à la demande des ménages pour des produits spécifiquement orientés vers la préparation de la retraite. Cela nécessite probablement une réflexion approfondie sur les mécanismes d'épargne salariale.

## Références bibliographiques

- Blanchet D. (1995) : *Retirement and Preretirement as Unemployment Insurance*, Mimeo.
- Davanne O. et T. Pujol (1997a) : « Analyse économique de la retraite par répartition », *Revue Française d'Économie*, vol. XII.
- Davanne O. et T. Pujol (1997b) : « Le débat sur les retraites : capitalisation contre répartition », *Revue Française d'Économie*, vol. XII.
- Dinh Q.C. (1995) : « Projections de population totale pour la France métropolitaine », *INSEE Résultats*, 412.
- Feldstein M. (1974) : « Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Formation », *Journal of Political Economy*, 82 (5).
- Livre blanc sur les retraites* (1991) : La Documentation française.
- Van der Noord P. et R. Herd (1994) : « Estimating Pension Liabilities: A Methodological Framework », *OECD Economic Studies*, n° 23, hiver.
- Vernière L. (1990a) : « Les retraites pourront-elles être financées après l'an 2000 », *Économie et Statistique*, n° 223.
- Vernière L. (1990b) : « Les retraites : l'urgence d'une réforme », *Économie et Statistique*, n° 223.
- World Bank (1994) : *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press.

## Annexe

# Les avantages comparatifs des régimes complémentaires en matière d'épargne-retraite

Les régimes de retraite complémentaires pourraient gérer un régime supplémentaire obligatoire dont les cotisations seraient proportionnelles aux salaires au premier franc, et dont la prise en charge serait répartie entre employeurs et salariés par accord d'entreprise ou de branche. Plusieurs classes de cotisation seraient offertes, dont une très basse de façon à garder certains avantages d'un système facultatif. Le choix du taux de cotisation résulterait également d'un accord d'entreprise ou de branche. Du fait de son caractère obligatoire, ce régime pourrait bénéficier des avantages sociaux et fiscaux de droit commun<sup>(1)</sup>.

Pour mesurer les droits acquis, les régimes de retraite complémentaire ouvriraient des comptes dits en francs similaires dans leur principe aux contrats d'assurance-vie que la grande majorité des français connaissent. Les comptes progresseraient grâce aux versements obligatoires réalisés par les salariés et leurs employeurs, dans le respect des accords, et sous l'effet de la revalorisation annuelle accordée à l'épargne accumulée (comme dans les contrats d'assurance-vie). La mutualisation des risques financiers et économiques entre tous les salariés serait réalisée grâce à des règles de revalorisation stables qui seraient très différentes des règles retenues par

---

(1) Il semble par ailleurs possible de concevoir un système comportant suffisamment d'éléments de solidarité pour ne pas être remis en cause par la Cour de Justice européenne au nom de la libre compétition.

l'assurance-vie : le taux de revalorisation annuel des sommes versées aux comptes pourrait être « salaires nets + 2 % (ou 3 %) ». Par ailleurs, les périodes de chômage pourraient donner lieu à l'acquisition de droits sans paiement de cotisations.

Au moment du départ en retraite, le capital serait transformé en rente viagère indexée sur les salaires nets<sup>(2)</sup>.

La déconnexion entre le rendement fixé *a priori* de ces contrats et la performance réelle des placements financiers exigerait des règles claires de répartition des bénéfices, en cas de forte hausse des marchés financiers, ou de reconstitution des réserves, en cas de difficultés financières majeures.

Sur longue période des placements en actions rapportent environ 6 % en termes réels, alors que sur la base « salaires nets + 2 ou 3 % » les contrats que nous envisageons ici rapporteraient environ 4 % en termes réels : en moyenne sur longue période, un régime ainsi constitué devrait donc dégager des excédents financiers appréciables tout en faisant bénéficier les salariés d'un faible niveau de risque et d'un bon rendement, notamment dans les périodes économiques favorables où les salaires nets progressent rapidement.

Pour réaliser une bonne mutualisation des risques entre générations, la répartition des gains ou des pertes serait échelonnée sur une période très longue. Imaginons que le choix se porte sur trente ans : un krach boursier nécessiterait alors une hausse très modérée des cotisations appelées par ce système supplémentaire obligatoire<sup>(3)</sup>.

Les avantages d'un tel régime supplémentaire relativement aux fonds de pension prévus par la loi Thomas sont les suivants : simplicité et visibilité pour les salariés, solidarité, bonne mutualisation des risques économiques et financiers, et, au final, meilleur couple risque-rendement pour les épargnants.

Par ailleurs, pour optimiser la gestion financière et éviter le risque de « socialisation » de l'économie, il paraîtrait essentiel de déléguer la gestion au jour le jour des fonds recueillis à des professionnels indépendants des organismes de retraite.

---

(2) Également sur la base d'un taux de rendement « salaires nets + 2 ou 3 % ». Sous certaines conditions, on peut imaginer qu'une (faible) fraction du capital puisse également être disponible immédiatement.

(3) De façon à recueillir 1/30<sup>e</sup> des sommes perdues dans le krach boursier. Le coût de celui-ci serait parfaitement mutualisé grâce à la règle d'indexation sur les salaires *nets* à la base du système (pour la revalorisation de l'épargne accumulée comme de celle des rentes viagères versées). Une hausse de cotisation a le même impact sur toutes les générations.

# Consolider la retraite en respectant un nouvel équilibre : rendement-efficacité économique-mutualisation des risques-équité sociale

**Jean-Hervé Lorenzi**

*Professeur à l'Université Paris-Dauphine*

Même sous des hypothèses macroéconomiques plus favorables, le vieillissement de la population et le rythme des transformations des modes de rémunération rendent le maintien en l'état du mode de fonctionnement des régimes de retraite difficilement supportable pour les générations futures. Une remise en cause de la notion même de l'âge de la retraite ou un changement du mode d'indexation des pensions deviennent nécessaires, mais pas suffisants.

L'importance d'une réforme doit être au moins équivalente à l'ampleur des déficits. Ceux-ci sont considérables, mais n'impliquent pas un éclatement des régimes actuels par répartition. Ces dispositifs mis en place après la Seconde Guerre mondiale demeurent en effet un gage de solidarité nationale et d'équité intra et intergénérationnelle, ainsi qu'un moyen de mutualiser les risques des grands chocs économiques ou financiers. On estime cependant qu'ils ont atteint un certain degré de maturité, qui se traduit par leur rendement relativement faible, et une contribution modeste au financement des entreprises ou à la constitution de l'épargne nationale.

L'objectif serait donc, tout en conservant cet aspect de solidarité et de justice sociale, ainsi qu'un degré élevé de mutualisation des risques, d'avoir un système plus rentable (donc nécessitant moins de prélèvements pour un même niveau de retraite) et contribuant d'une manière forte à la dotation de l'économie française en capitaux nécessaires à son développement, au moindre coût.

Nous pouvons ainsi identifier les quatre critères (équité sociale, mutualisation des risques, rendement donc efficacité individuelle, et efficacité collective au niveau macroéconomique) devant orienter ou encadrer les choix de la future réforme.

Quoi qu'il arrive, les besoins de financement seront plus importants dans l'avenir et pourront être satisfaits de différentes manières : soit par une augmentation de la durée d'activité (mais ceci n'est pas sans poser d'autres questions de fond comme celle du marché du travail pour les plus de 60 ans), soit par une augmentation du taux d'épargne ou bien une réorientation des flux d'épargne actuels vers des placements bloqués à très long terme, et destinés exclusivement au financement d'un supplément de retraite. Ceci nous amène donc sur la « confrontation » autour du thème répartition-capitalisation, confrontation qui à bien des égards peut être transformée en complémentarité si nous tenons compte de ces quatre critères.

Une fois l'ampleur des besoins de financement connue, nous essaierons de développer les quatre principes retenus, qui sont autant de contraintes que d'objectifs à atteindre. Ceci amène à faire un choix entre les systèmes de répartition et ceux de capitalisation. Nous donnerons dans ce cadre un aperçu des travaux théoriques qui, dès le début des années soixante-dix, avaient tenté d'éclairer les choix publics dans ce domaine, avec des conclusions quelque peu incertaines (aussi bien au niveau de l'analyse de l'épargne que des choix en matière de durée d'activité). Le choix est celui d'une répartition tempérée par une introduction minoritaire des techniques de capitalisation. Reste à savoir comment.

L'étape suivante sera celle de l'évaluation des multiples propositions formulées en France à la suite de la publication du *Livre Blanc* en 1991, émanant aussi bien des milieux économiques que politiques. C'est à la lumière de nos critères prédéfinis que ces solutions peuvent être jugées. Plusieurs variantes sont en cause (fiscalité, mode de sortie, mode de gestion des fonds, etc.), et il existe autant de combinaisons possibles que de propositions, dont l'objectif commun était l'instauration des « fonds de pension » en France. Dès lors, une définition de ce terme (fonds de pension) nous a semblé utile, dans la mesure où les sujets de controverse qu'il suscite sont de taille (aspects individuels ou inégalitaires, risques d'utilisations abusives des fonds...).

Le rapport décrit les nombreuses propositions développées, leurs forces et leurs faiblesses par rapport aux quatre critères de rendement, d'efficacité économique, de mutualisation des risques et d'équité sociale. L'analyse amène alors à souhaiter un troisième étage par capitalisation qui respecte les règles suivantes :

- son financement n'entraîne pas de perturbation du financement des deux premiers étages ;
- il y a une séparation claire entre le contrôle de l'utilisation des fonds par les intéressés, notamment les partenaires sociaux et une gestion qui ne peut être effectuée que par des professionnels ;



- il faudrait pouvoir mobiliser un stock d'épargne suffisant de manière à pouvoir régler de manière significative les problèmes qui apparaissent à partir de 2005.

## Un diagnostic alarmant

### Premier poste de prestations sociales

Les dépenses relatives aux retraites représentent actuellement le premier poste de prestations sociales en France. En 1995, elles s'élevaient à plus de 900 milliards, soit 40 % du total des prestations sociales. Une conjonction de facteurs défavorables rend nécessaire une réforme de grande ampleur. Les difficultés sont visibles à trois niveaux : démographique, économique, et un troisième lié à l'évolution du mode de travail.

La variable démographique est la plus déterminante et la mieux connue. Elle est influencée par la baisse de la fécondité et l'allongement de la durée de vie. La combinaison de ces deux tendances entraînant une hausse du ratio « population de plus de 60 ans/population entre 15 et 59 ans ». Ce ratio était de 31 % en 1990 et serait de 34 % en l'an 2000 et 63 % en 2040<sup>(1)</sup>.

### Deux actifs cotiseront pour un retraité en 2015

Le rapport entre le nombre des actifs et celui des retraités devrait donc se détériorer, à taux d'activité constant. En 1930, 4 actifs de 20 à 60 ans contribuaient au revenu d'un seul retraité. Actuellement, ce ratio est de 2,8 et atteindra 2 en 2015 et probablement 1,1 en 2040. Ceci n'est qu'une moyenne, puisque certains régimes ont un ratio inférieur à 1 (mines, SNCF, marins, etc.). Davanne et Pujol (1997) estiment que même en réduisant le taux de chômage à son niveau d'avant le second choc pétrolier (moins de 6 %), l'influence défavorable de la démographie au cours des 30 prochaines années ne sera pas éliminée mais seulement atténuée<sup>(2)</sup>.

### Faible croissance de la masse salariale

Le ralentissement de la croissance économique s'accompagne naturellement d'un ralentissement de la progression de la masse salariale. Entre 1959 et 1974, la croissance était en moyenne de 5,5 % par an, contre + 2,2 % entre 1973 et 1993. Sur les vingt dernières années, la masse salariale a donc progressé de 1 %, contre + 5 % auparavant. Ceci se répercute négativement

(1) Hypothèses : fécondité de 1,8 ; Augmentation de l'espérance de vie ; Solde migratoire de + 50 000 par an (INSEE).

(2) *Analyse économique de la retraite par répartition*, Davanne et Pujol, 1997.

sur le volume et la croissance des cotisations donc sur le financement et le rendement des retraites par répartition.

### **Précarisation du travail et développement des rémunérations périphériques**

Le troisième phénomène est le plus difficile à appréhender à très long terme. Il résulte effectivement des transformations touchant le marché du travail et les modes de rémunération. C'est le cas de l'entrée tardive des jeunes sur le marché du travail, la multiplication des Contrats à durée déterminée, le temps partiel, la réduction du temps du travail donc des salaires, etc. En outre, les modes de rémunérations subissent davantage les aléas conjoncturels suite au développement des « rémunérations périphériques » non soumises aux cotisations (participation, intéressement, etc.).

### **Les besoins de financement seront multipliés par plus de 5 en 15 ans**

L'ensemble de ces phénomènes contribue à l'aggravation du déficit de l'assurance vieillesse. En 1995, la Commission des comptes de la Sécurité sociale estimait le déficit à 15,1 milliards de francs. Le rapport du Plan en 1995 évaluait les besoins de financements futurs à 18,4 milliards en 2000, 17,8 en 2005, 55,4 en 2010 et 107 milliards de francs en 2015, soit à cette date l'équivalent de 4,3 points de cotisation.

Au total, et compte tenu des éléments cités, si les paramètres actuels des régimes de retraite et particulièrement l'âge de prise de retraite étaient maintenus, et selon les hypothèses les plus récentes, le taux de contribution sur la rémunération brute des actifs devrait passer de près de 20 % actuellement, à environ 40 % aux alentours de 2040.

### **Déficits variables selon les régimes de retraites**

L'ampleur des déficits n'est cependant pas la même pour toutes les catégories de salariés. En France, c'est le régime de retraite complémentaire des cadres (AGIRC) qui en souffre le plus. Ainsi, en 1996, le déficit était de 663 millions de francs pour l'ARRCO et de 1,7 milliard pour l'AGIRC ; en 1997, l'ARRCO devrait enregistrer un excédent de 1,4 milliard et l'AGIRC un déficit de 3 milliards de francs (en 1996, l'ARRCO avait versé 1,4 milliard à l'AGIRC). Les principaux éléments à l'origine de cette disparité sont le chômage des cadres, la faible croissance de leurs salaires, l'augmentation du plafond de la Sécurité sociale plus rapide que celle des salaires des cadres (donc réduction de l'assiette), les rémunérations non soumises aux cotisations, etc. Au-delà de 2005, l'ARRCO risque de souffrir à son tour, lors de l'arrivée des générations du baby-boom à la retraite.

## 1. Évolution des taux de remplacement de quatre catégories de salariés

	Salaire brut de fin de carrière	Taux de remplacement au départ à la retraite (en %)				
		Actuel	2006	2016	2026	2036
Ouvrier	100 000	80	74	68	67	65
Employé	200 000	72	66	61	59	57
Cadre moyen	400 000	59	55	49	47	45
Cadre supérieur	800 000	51	48	42	40	37

Source : CARDIF.

Il est donc extrêmement important de prendre conscience du caractère différencié du « besoin de retraite supplémentaire » en France. Cette différenciation joue à la fois sur les tranches de salaires et sur les types d'entreprises.

En effet, le besoin de retraite supplémentaire est relativement plus fort en tranche B qu'en tranche A. En tranche A, le régime général et l'ARRCO vont en partie compenser la baisse de rendement par une augmentation de l'assiette obtenue par une croissance du plafond de la Sécurité sociale plus rapide que le salaire moyen ; au contraire en tranche B le ralentissement du taux de croissance de l'effectif des cotisants va se trouver aggravé par l'évolution trop rapide du plafond de la Sécurité sociale qui lamine l'assiette de la tranche B.

Ainsi donc la dégradation du taux de remplacement (1<sup>e</sup> retraite sur salaire) va être beaucoup plus forte en tranche B qu'en tranche A.

Une deuxième différenciation doit également être opérée selon le type d'entreprise : une grande entreprise industrielle cherchera très vraisemblablement à mettre en place des mesures compensatrices à cette dégradation dans le cadre obligatoire d'un accord social d'entreprise. En revanche, une entreprise de service de taille moyenne cherchera plus spontanément une réponse dans un cadre facultatif avec abondement de l'employeur. Enfin pour la masse des PME et PMI le problème est souvent ramené à celui de son dirigeant.

En définitive, une réforme des régimes actuels de retraite est nécessaire, en tenant compte cependant des différentes formules d'épargne salariale qui existent à l'heure actuelle. Dans ce contexte, l'épargne retraite se distingue essentiellement par son horizon, la retraite, et pourrait bénéficier de l'apport des autres types d'épargne à travers différentes mesures incitatives.

**Hausse des prélèvements obligatoires  
donc des coûts du travail**

Compte tenu des scénarios macroéconomiques envisagés dans le rapport du Plan, un maintien en l'état des paramètres actuels des régimes de retraite aboutirait à un alourdissement automatique de la pression fiscale et sociale sur les salariés, sous forme d'un taux de cotisation moyen de 40 % en 2040. Ce taux aurait été plus faible si la réforme de 1993 avait concerné l'ensemble des régimes.

Il semble donc acquis qu'un tel scénario induirait des risques d'une baisse de la compétitivité du travail en France, baisse des salaires réels, une accélération de la substitution du capital au travail, une fuite des cadres supérieurs vers des pays où les prélèvements obligatoires sont plus faibles, et finalement des tensions inflationnistes.

**2. L'effet de la réforme sur les taux de cotisations vieillesse**

	Taux moyen de cotisation (en %)			
	1990	2000	2015	2040
Réforme du régime général	18,9	20,9	28,0	40,8
Réforme tous régimes	18,9	19,8	24,0	33,6

Source : CGP (1995) : *Perspectives à long terme des retraites*.

**Quatre critères d'équilibre**

La gravité des déficits prévisibles même avec les hypothèses macroéconomiques les plus favorables, associée à l'arrivée à maturité des régimes de retraite par répartition instaurés juste après la Seconde Guerre mondiale, nécessite des réformes de grande ampleur. Tout en tenant compte des acquis précédents (universalité, solidarité nationale), les nouvelles réformes doivent intégrer des paramètres économiques fondamentaux mis en avant par de nombreux travaux théoriques et études empiriques dès la fin des années soixante.

**Les quatre critères de base, ou comment juger  
un régime de retraite ?**

En dépit de quelques désaccords entre les économistes qui ont abordé ce sujet, il en ressort quelques conclusions ou lignes directrices claires et utiles pour la mise en place d'un nouveau système de retraite « compé-

titif ». Ainsi, par souci d'efficacité au niveau individuel, ce système doit tenir compte davantage de la problématique de son rendement : plus celui-ci est élevé, plus le poids de prélèvements obligatoires nécessaires pour un même niveau de retraite est faible.

Le premier critère d'efficacité individuelle est étroitement lié à la recherche d'un optimum collectif satisfaisant au niveau de la société dans son ensemble et indispensable pour garantir une stabilité du système à long terme. À titre d'exemple, le choix de tel ou tel régime de retraite se répercute sur le taux d'épargne des ménages, sur la répartition par actif de leur patrimoine, sur le mode du financement de l'économie et des entreprises, etc.

Une combinaison optimale de ces deux premiers critères devrait par la suite respecter un certain degré de mutualisation des risques inhérents à toute procédure de financement des transferts sociaux de grande envergure. Cette contrainte déterminera le niveau d'intervention des pouvoirs publics, mais aussi le mode d'indexation des retraites, par exemple.

Finalement, le socle d'une éventuelle réforme des régimes de retraite demeure celui de l'équité sociale, inter et intragénérationnelle, indispensable pour le maintien d'un degré élevé de solidarité nationale.

C'est donc à la lumière de ces quatre critères que nous jugeront les différentes alternatives possibles (maintien d'un régime par répartition dominant, introduction des régimes minoritaires de capitalisation ou instauration des fonds de pension à une échelle générale).

### **Les incertitudes théoriques : effets des différents systèmes de retraite sur le patrimoine des ménages et sur l'épargne**

Les enseignements des multiples théories économiques portant sur l'analyse des systèmes de retraite n'ont pas été concluants à ce jour. Des perfectionnements supplémentaires demeurent encore nécessaires.

Les « ambiguïtés théoriques » portent essentiellement sur les éléments suivants :

- la relation entre système de retraite et formation de l'épargne ;
- le progrès technique comme instrument de compensation d'une épargne faible ;
- le lien entre régimes de retraite et structure du patrimoine des ménages ;
- la durée optimale de l'activité ;
- etc.

Cela étant, l'épilogue de ce débat peut se traduire, à notre sens, en deux idées fortes et relativement simples :

- l'accroissement des dépenses publiques liées au vieillissement de la

population entraîne une moindre détention de biens donc faible création de valeur au niveau national ;

- les droits de retraite dans un régime par répartition s'assimilent à une dette implicite, dont le rendement à long terme est plus faible que celui des marchés financiers.

C'est dès 1965, avec Cagan, que le lien entre l'épargne et le système de pensions privées par capitalisation a été analysé. Celui-ci avait remarqué que les ménages dont le plan de pension était géré en capitalisation avaient un taux d'épargne supérieur à ceux couverts par un système de répartition. Mais l'article considéré comme fondateur était celui de Feldstein, en 1974, qui a établi un lien négatif entre l'existence d'un système public de pensions et l'épargne des ménages.

Les analyses empiriques menées aux États-Unis, à la suite de Feldstein, et concernant cette corrélation (taux d'épargne-retraite par répartition) n'ont pas été concluantes, du fait de la faiblesse des pensions servies par la Sécurité sociale. Néanmoins en France, la générosité du système a un impact négatif plus évident sur le taux d'épargne.

En termes d'épargne, l'important pour l'économie d'un pays en général c'est l'épargne nationale, c'est-à-dire, la somme de l'épargne privée et de l'épargne publique. Ces deux composantes semblent être affectées par le vieillissement de la population qui provoque notamment une baisse de l'épargne publique ou une hausse des cotisations.

Quant à l'épargne privée, les économistes analysent sa constitution en la comparant au cycle de vie<sup>(3)</sup>. L'épargne croît lorsque les revenus des ménages sont élevés, et décroît progressivement durant la retraite. Elle est faible pour un ménage avec des enfants à charge, augmente avec le départ des enfants et devient négative à la retraite. La réalité est cependant plus complexe car l'épargne peut dépendre aussi de la durée prévisible de la retraite (liée à l'espérance de vie) qui est de plus en plus longue.

Selon les estimations de l'OCDE (1996), avec le vieillissement de la population, et en cas de non modification des politiques actuelles, aussi bien l'épargne publique que l'épargne privée devraient baisser dans l'avenir. Ainsi, entre 2000 et 2030, une hausse du taux de dépendance de 20 points de pourcentage dans les pays industrialisés (comme prévu<sup>(4)</sup>) induirait une baisse de 6 points de pourcentage du taux d'épargne privée moyen dans les pays de l'OCDE. L'épargne gouvernementale pourrait baisser de 10 points de pourcentage (par rapport au PIB) et elle sera négative au-delà de 2030.

---

(3) Les principales contributions : Feldstein (1974 et 1994), Munnell (1987) et Modigliani et *alii* (1983).

(4) Estimations de Masson et *alii*, 1995.

L'évaluation des conséquences de ces hypothèses dépendra de l'importance théorique que l'on accorde au rôle de l'épargne dans la croissance et le bien-être en général. Certains estiment en effet que même si une faible épargne implique de faibles investissements productifs, donc des faibles taux de croissance, les effets négatifs peuvent être compensés par le taux de croissance du progrès technique (augmentation de la productivité du travail, entre autres) qui devient plus déterminant (théorie de la croissance endogène)<sup>(5)</sup>.

Le rôle du progrès technique dans l'augmentation de la production réelle a été souligné aussi par Garner en 1997<sup>(6)</sup>. Celui-ci reprenait en effet les travaux actualisés de Feldstein (1995 et 1997<sup>(7)</sup>) afin de mesurer l'impact sur l'épargne privée d'un régime de retraite par répartition financé par les prélèvements obligatoires. Après la contestation de ses conclusions établies en 1974, Feldstein a tenté de corriger les lacunes de son analyse précédente par l'utilisation des périodes d'études plus longues. Il en déduit que le système actuel de Sécurité sociale aux États-Unis<sup>(8)</sup>, diminue la production réelle en réduisant l'offre de travail et le taux d'épargne. En effet, selon Feldstein, le poids et le faible rendement des prélèvements obligatoires constituent une désincitation au travail car affectant non seulement les décisions individuelles d'entrée dans la population active mais aussi celles concernant le nombre d'heures travaillées et le degré d'effort. En d'autres termes, « les pensions de retraite à venir n'augmentent pas proportionnellement aux montants des prélèvements en cas d'augmentation du revenu de l'employé » (Garner).

Malgré l'enchevêtrement des hypothèses et des simulations, il nous semble que l'observation la plus évidente c'est que l'accroissement des dépenses publiques liées au vieillissement (donc la baisse de l'épargne publique) se traduit par une moindre détention de biens (domestiques ou non), donc une moindre création de valeur et par la suite une plus faible capacité de faire face aux dépenses futures. L'objectif essentiel demeure donc la réduction des dépenses publiques.

---

(5) Cela dit, l'effet et le rôle du progrès technique est aussi sujet à polémique entre les économistes. Pour les sceptiques, le vieillissement de la population réduit le rythme du progrès technique puisque l'innovation devient moins rentable dans un marché où la demande pour les biens d'équipement est faible. De plus, une société âgée devient moins dynamique (Simon, 1981, voir aussi Pene, 1997. Les optimistes affirment par contre que la raréfaction de la main-d'œuvre stimule l'innovation (Habakkuk 1962).

(6) Pour Garner, l'enjeu économique fondamental pour faire face aux pressions du vieillissement de la population est bien celui de l'augmentation de la production réelle par personne. Une croissance suffisante de la productivité permettra aux futurs actifs de mieux supporter l'alourdissement des prélèvements obligatoires et d'avoir un niveau de vie meilleur que celui des actifs actuels. Or la production réelle par personne pourrait augmenter dans deux cas : un niveau élevé d'épargne nationale ou une accélération du progrès technique.

(7) Feldstein, 1995.

(8) La Sécurité sociale aux États-Unis correspond au régime public de retraite en France.

Dit autrement, l'incitation des salariés à épargner est plus faible dans le cas où une grande partie des revenus perçus durant la retraite est versée par un simple transfert entre actifs et retraités (répartition) et ne sont pas le fruit d'une épargne individuelle ou collective (capitalisation ou fonds de pension). De plus, le financement devient d'autant plus lourd que la durée prévisible de la retraite est longue ; or, le fonctionnement actuel de la retraite par répartition n'incite pas (ou ne contraint pas) les salariés à rester plus longtemps en activité. L'abaissement de l'âge du départ à la retraite ne fait qu'amplifier cette tendance. Mais l'effet global sur la propension à épargner est ambigu. Il dépend plutôt du taux de remplacement des salaires, en d'autres termes, de la générosité des pensions servies par le système de retraite.

En fin de compte, dans un régime qui fonctionne en répartition, le patrimoine des ménages est plus faible. Contrairement au système par capitalisation, les droits sur les régimes de retraite dans une économie en répartition n'ont pas de contrepartie en termes d'investissements physiques ou financiers. Ces droits sont aussi appelés « dette implicite du système de retraite »<sup>(9)</sup>. Cette dette est apparentée au passif social laissé aux générations futures. Selon les estimations de l'OCDE, elle est supérieure à deux fois le montant du PIB. En 1996, le PIB en France s'élevait à 7 861 milliards de francs, et l'encours du patrimoine financier des ménages était de 13 800 milliards de francs ; cette dette est donc largement supérieure au patrimoine des ménages.

Mais assimiler le problème de financement de la retraite au poids des cotisations ou de la dette implicite par rapport au PIB est insuffisant. Encore faut-il comparer ces droits à leur rentabilité s'ils étaient investis sur les marchés financiers. Autrement dit, les cotisations dans un système par répartition sont une « épargne forcée », selon les termes de Davanne et Pujol (1997), qui ne peut être considérée comme taxe pure sur le travail qu'au cas où la rentabilité de cette épargne est inférieure à la rentabilité des marchés financiers.

Le débat porte également sur la détermination de la durée « optimale » d'activité, en d'autres termes, sur l'opportunité d'inverser de la tendance observée depuis quelques décennies et qui consistait à baisser régulièrement l'âge de départ à la retraite<sup>(10)</sup>. Les raisons de cette baisse dans une société qui vieillit sont plusieurs. Lenseigne (1997) évoque par exemple les effets relatifs à l'offre de travail « pouvant résulter d'un arbitrage revenu-loisir sur le cycle de vie en présence de gains de productivité importants ou consécutif aux préférences de l'électeur médian dans une société en vieillissement ». Une autre raison (plus conjoncturelle) est celle de la lutte contre le chômage des jeunes.

(9) Afin d'évaluer la valeur de cette dette, il faut actualiser les pensions futures auxquelles ont droit les ménages, compte tenu des cotisations payées dans le passé aux régimes de retraite (Davanne et Pujol).

(10) Voir Blanchet et Monfort, 1996.



Dans ce contexte, il s'agit de savoir si l'allongement progressif de la durée d'activité constitue bien une solution suffisante et efficace à long terme. La plupart des pays de l'OCDE ont emprunté cette voie (relèvement de l'âge de la retraite et désincitation à une cessation prématurée de l'activité), et la réforme du 22 juillet 1993 en France va dans ce sens. Plusieurs auteurs soulignent cependant les obstacles à ce type de solution (Blanchet, Lenseigne, Davanne, Kessler, etc.).

Nous citerons le problème de l'inemployabilité des travailleurs dont l'efficacité et la productivité se réduit avec l'âge et le progrès technique. Kessler remarque ainsi que l'allongement de la durée d'activité suppose d'une part, un changement de mentalité, et d'autre part, une « création » d'un marché du travail pour les salariés âgés, avec l'encouragement du travail à temps partiel ou à temps choisi. Plusieurs solutions intermédiaires sont donc envisageables et devraient faire partie du cœur du débat.

### 3. Estimation de la dette nette des systèmes de retraite

*En % du PIB*

États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
43	200	160	216	233	100

*Note :* Ces estimations dépendent du taux d'actualisation, lui même fonction du rendement des marchés. L'hypothèse de rendement réel était de 3,5 %. (Davanne et Pujol, 1997b).

*Source :* Van den Noord & Herd, OCDE 1994.

#### Premier critère : le rendement des régimes de retraite ou l'efficacité individuelle

Nous aboutissons ainsi au critère de rendement de la retraite, qui devient fondamental dans la perspective de mise en place d'un système compétitif et efficace au sens large du terme. Cela renvoie à la comparaison entre le rendement de la retraite par répartition et celui de la retraite par capitalisation. Formulé autrement, cela détermine la notion de l'efficacité individuelle d'un système de retraite, faisant référence à l'optimisation de l'épargne d'un actif ainsi qu'à la réduction du niveau des prélèvements obligatoires.

Dans un régime de retraite par capitalisation, le rendement est celui des marchés financiers et des actifs dans lesquels l'épargne est investie. Comme le montre le tableau 4, les actions sont les plus rentables à long terme. Les fonds de pension étaient ainsi investis en actions à hauteur de 57 % aux États-Unis, 73 au Royaume-Uni, mais seulement 11 % en Allemagne et 26 au Japon (données de 1994).

#### 4. Rendements réels moyens par types d'actifs entre 1973 et 1995

En %

	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Roy.-Uni	Italie
Inflation <sup>(*)</sup>	5,6	4,4	3,4	6,5	8,3	10,3
Liquidités	2,7	1,7	3,0	4,2	3,0	3,9
Obligations	3,4	5,4	5,6	4,5	3,3	- 0,1
Actions	5,4	3,3	5,1	6,2	6,6	2,6

Note : (\*) Inflation annuelle, moyenne logarithmique.

Source : Conjoncture, Paribas, avril 1996.

*À très long terme, et toutes choses égales par ailleurs, les rendements de la retraite par capitalisation sont plus élevés*

Les rendements offerts par la retraite par répartition se révèlent plus difficiles à mesurer. À long terme, quand le système aura trouvé son équilibre et que les taux de cotisation seront stabilisés, le rendement de la retraite par répartition sera égal au taux de croissance de l'économie. Selon certaines hypothèses, compte tenu des évolutions démographiques en France et de la tendance des gains de productivité, la croissance à long terme de l'économie française sera proche de 2 %.

En conséquence, pour avoir un même niveau de prestations à un moment donné, la retraite par capitalisation est moins coûteuse, toutes choses égales par ailleurs, puisqu'elle est plus rentable et nécessite donc un plus faible niveau de « mise » initiale<sup>(11)</sup>.

Au passage, notons que la problématique du rendement met en avant une question annexe qui est celle de la fiscalité des placements. Kessler (1997) note ainsi que les transferts dans l'espace (répartition) ne subissent aucun frottement fiscal ou parafiscal, alors que les transferts dans le temps (capitalisation) sont lourdement fiscalisés !

#### Deuxième critère : l'efficacité économique collective

La recherche d'une efficacité individuelle n'a de sens que si elle contribue à la formation d'un optimum collectif. Même si celui-ci demeure bien difficile à définir, nous pouvons nous contenter de deux éléments directement liés à l'utilisation des fonds issus de l'épargne retraite. Comme mentionné précédemment, les droits de retraite dans un régime par répartition

(11) La retraite par capitalisation paraît neutre vis-à-vis de la variation de la fécondité et anticipe celle de la mortalité grâce à l'utilisation des tables de mortalité prospectives qui anticipent à leur tour l'allongement prévisible de la durée de la vie.

n'ont pas de contrepartie financière. Par contre, une épargne contractuelle à très long terme générée par la capitalisation contribue à une meilleure allocation des capitaux, au financement non inflationniste de l'économie, et à terme, favorise le maintien à un bas niveau des taux d'intérêt réel, donc l'investissement et la compétitivité des emplois.

Le second élément est celui de l'orientation de cette épargne. L'objectif de rendements élevés à très long terme favoriserait les placements en actions (cf. paragraphes précédents). Signalons à ce sujet que les placements en actions sont plutôt caractéristiques des pays anglo-saxons.

## 5. Exemple de structure des portefeuilles des fonds de pension

En %

	États-Unis	Japon	Roy.-Uni	Allemagne	Pays-Bas	Suisse
Actions nationales	47	22	54	10	9	8
Actions internationales	10	4	23	1	20	5
Immobilier	5	3	5	12	13	19
Liquidités	6	8	4	8	2	9
Obligations nationales	30	57	10	67	49	54
Obligations internationales	2	6	4	2	7	5

Source : Philips et Drew, Fund Mgt (données 1994), in El-Mekkaoui (1997).

### *L'aspect « demande » de capitaux est important*

Il serait donc nécessaire d'évaluer la capacité de la place financière de Paris à absorber ces sommes, en d'autres termes, analyser l'aspect demande de fonds (émissions d'actions de la part des entreprises), et non pas uniquement le côté offre (disponibilité de capitaux à investir). La réflexion devrait entre autres porter sur la façon d'encourager les entreprises de taille moyenne à lever des fonds, et de promouvoir les produits financiers adossés sur des valeurs liées au capital-risque ou développement.

### *Les placements en titres à revenus fixes sont garantis de la stabilité des rentes servies*

Cela étant, même si les placements en actions se révèlent plus rentables à long terme, l'épargne retraite requiert une gestion à dominante sécuritaire, comme c'est le cas dans les compagnies d'assurance actuellement, où la part des actions dépasse rarement les 20 %. De plus, les placements en revenus fixes deviennent davantage nécessaire à l'arrivée à l'âge de la re-

traite, afin d'assurer des revenus moins aléatoires. Mais les bénéficiaires d'un éventuel accroissement des flux d'épargne seraient dans un premier temps les grandes entreprises cotées plutôt que les PME. En effet, la faiblesse des fonds propres de ces dernières (en France) ne résulte pas d'une pénurie de capitaux, mais bien d'une insuffisance du rendement du capital-risque, puisque les coûts de gestion *start up* (accompagnement à la création) sont dissuasifs comparés aux espérances de profits.

Une réflexion doit être menée sur la façon d'orienter les fonds en question vers les actions. Toute forme coercitive pourrait se heurter aux règles de la Communauté européenne qui stipulent une liberté des placements. L'autre alternative est celle d'une incitation fiscale, à l'instar de la dernière mesure gouvernementale visant à encourager les placements des encours des contrats-vie en action. Aussi, le choix d'une place boursière devient aussi important, puisque des placements en actions dans d'autres pays (restons en Europe pour le moment) peut se révéler plus rentable. Dans quelle mesure donc devrait-on inciter les fonds à rester en France ?

### Troisième critère : la mutualisation des risques

Qui dit rendement plus élevé, dit risque plus important, et la capitalisation a l'inconvénient d'être moins stable puisque exposée aux crises financières et excluant la mutualisation des risques puisqu'elle repose sur l'épargne individuelle. Il est clair qu'en dehors d'une intervention publique, la mutualisation des risques ne se reproduit pas automatiquement. Ceci détermine notre deuxième critère dans la perspective de mise en place d'un système de retraite amélioré, à savoir, la mutualisation des risques.

Cela étant, les grands fonds de pension dans les pays anglo-saxons jouent un rôle important dans la mutualisation des risques au sein d'une même génération et assurent une économie substantielle de moyens et un haut degré d'information.

Par ailleurs, la grande majorité de ces fonds sont encore à prestations définies (droits des salariés fixés généralement par référence au dernier salaire) et non pas à cotisations définies, ce qui les rapprochent des régimes par répartition. Ceci représente un risque majeur pour les entreprises cotisantes, en cas de crises financières, d'où une tendance à les transformer en fonds à cotisations définies.

Globalement, trois grandes familles de risques peuvent altérer une retraite fondée exclusivement sur l'épargne individuelle (Davanne et Pujol, 1997).

- *Baisse du rendement des facteurs de production* (capital et travail) suite à des « chocs durables de productivité ». Aussi bien les salaires que les actifs financiers sont concernés.

- *Baisse de la « rémunération relative des facteurs de production »*. C'est l'exemple de l'hyperinflation entre les deux guerres qui a réduit fortement le pouvoir d'achat des rentes libellées en valeurs nominale. Mais

aussi l'exemple de la stagflation suite aux deux chocs pétroliers rendant obsolète une partie du stock du capital. Les salariés, par l'indexation de leurs salaires étaient mieux protégés que les rentiers.

- *Krachs boursiers* non liés à des fondamentaux macroéconomiques et amplifiés par des effets de contagion.

Une retraite entièrement basée sur des mécanismes de capitalisation sera fortement affectée par les deux derniers risques. D'où le rôle nécessaire des pouvoirs publics dans la mutualisation des risques.

La mutualisation des risques est liée aussi au mode d'indexation des retraites. Cette mutualisation sera plus efficace si la référence était les salaires nets plutôt que les prix. À titre d'exemple, en cas d'indexation sur les prix, les salariés auront à supporter des chocs inflationnistes mais pas les retraités; le pouvoir d'achat de ces derniers étant garanti dans le régime général, alors que les salariés doivent supporter une hausse des prix et une augmentation des cotisations pour garantir les retraites. Par contre, une indexation sur les salaires nets ferait participer les retraités aux soubresauts conjoncturels.

### **Quatrième critère : l'équité sociale**

La création de l'actuel système de retraite par répartition a été fondée, juste après la guerre, le 4 octobre 1945, sur le principe de la solidarité nationale. La capitalisation avait été discréditée par l'inflation des années trente. L'expansion des « 30 glorieuses » a favorisé, en revanche, la répartition par une forte croissance des salaires et du pouvoir d'achat.

En dépit du principe d'universalité mis en avant par les créateurs de ce système, plusieurs régimes spéciaux ont été maintenus (fonctionnaires, secteur public monopolistique avec même des prestations supérieures au régime général). D'autres régimes autonomes ont par la suite été créés pour maintenir l'indépendance des non salariés qui protestaient contre le niveau élevé des cotisations. Des régimes à base corporatiste ont ainsi vu le jour (CNBF pour les avocats, CANCAVA pour les artisans, ORGANIC pour les industriels et commerçants, CNAVPL pour les professions libérales et un régime pour les exploitants agricoles).

Le rapport du Commissariat Général du Plan met en avant la disparité des besoins entre ces différents régimes. Il remarque cependant que malgré (et en raison de) la réforme du régime général de 1993 (allongement de la durée d'assurance de 37,5 à 40 ans, calcul sur les 25 et non 10 meilleures années, indexation des pensions sur les prix), il existe des risques d'inéquité intra et intergénérationnelle. Inéquité intragénérationnelle entre les retraités des régimes du secteur privé (ayant amorcé et subis une réforme) et dont la progression de leur pension unitaire moyenne sera modérée, et les retraités des régimes spéciaux (statu quo) qui, malgré des déficits importants, continueront à bénéficier de progressions substantielles de leur pension moyenne.

Quant à l'inéquité intergénérationnelle, elle est fonction du mode d'indexation des salaires. Une indexation sur les prix provoquant des disparités selon les périodes d'inflation (au bénéfice des retraités) ou de hausse de productivité (au bénéfice des salariés).

La mise en place d'un nouveau système de retraite respectant l'équilibre social et économique entre retraités et actifs et entre actifs eux-mêmes passe probablement par un rééquilibrage des pensions servies entre les différents régimes (harmoniser les rendements entre les différents régimes), mais aussi par une modification du mode d'indexation. Une autre façon de respecter l'équité est de redéfinir la notion de justice sociale, qui signifierait alors que chaque génération bénéficierait des transferts à hauteur de ce qu'elle a contribué (voir à ce propos la contribution de Lenseigne, 1997). Ceci fait référence au principe de neutralité actuarielle qui implique la suppression de toute référence à un âge légal de départ à la retraite<sup>(12)</sup>.

Dans ce contexte, une introduction d'une dose de capitalisation au sein des régimes actuels ne devrait pas bouleverser ce « contrat social » puisque celle-ci respecte le principe de neutralité actuarielle.

Par ailleurs, à ceux qui prétendent que les régimes de capitalisation sont inégalitaires car la retraite servie est d'autant plus forte que le potentiel d'épargne, donc le revenu, est élevé, d'autres répliquent que ce genre de disparité existe déjà grâce à la panoplie des produits d'épargne actuels (produits d'assurance ou autres).

La définition de quatre critères en amont est une méthodologie utile qui nous permet effectivement de considérer que l'on ne peut raisonnablement remettre en cause les principes des régimes de retraite par répartition. Elle justifie néanmoins une introduction minoritaire des techniques de retraite par capitalisation.

De cette manière, sera jugée la pertinence des innombrables propositions de réformes et projets de lois émanant des milieux économiques et politiques. Même si certaines de leurs recommandations ont provoqué une prise de conscience très bénéfique, elles ont pour la plupart failli dans la recherche d'un consensus. La loi Thomas, la dernière en la matière et la plus importante, sera ainsi analysée suivant les considérations définies précédemment.

Nous précisons à ce niveau que l'originalité de notre démarche s'insère essentiellement dans le cadre de la recherche d'une efficacité individuelle et collective des flux d'épargne issus d'un régime de retraite donné.

---

(12) Kessler utilise le terme d'équité actuarielle, respectée par les techniques de capitalisation, génération par génération, avec des cotisations correspondant aux engagements et réciproquement. À tout moment, selon l'auteur, les engagements futurs sont provisionnés.

# Les différentes propositions sur les fonds de pension en France : solutions incomplètes ou partisans

## Les solutions précédentes des milieux économiques et politiques

Les déficits chroniques et la baisse du taux de remplacement offerts par les régimes obligatoires ont incité les intervenants à chercher des solutions par la mise en place d'un système par capitalisation longtemps encore contesté pour son caractère soi-disant inégalitaire mais aussi pour des raisons de lutte d'influence. Pourtant, la capitalisation existe déjà en France dans le secteur privé comme dans le secteur public.

En fait, le déclenchement du débat et des propositions visant à la transformation de l'épargne salariale et à la mise en place des fonds de pension, a eu lieu suite à la publication du *Livre Blanc* en 1991.

### 6. Les régimes par capitalisation en France existant déjà

Secteur public	Secteur privé
<p><i>PRÉFON : destiné aux fonctionnaires.</i> Facultatif, il est mis en place en 1967. Gestion paritaire entre l'association Préfon et les assureurs du consortium. À la fin 1996, il regroupait 160 000 adhérents (dont 40 000 retraités) pour 15 milliards gérés.</p> <p><i>FONPEL : destiné aux élus locaux.</i> 70 millions d'actifs pour 3 000 sous-cipteurs.</p> <p><i>CREF: autre régime pour les fonctionnaires.</i> (Éducation nationale, Culture...). Durée min. de 10 ans. 11 milliards gérés.</p>	<p><i>Articles 83 et 39 :</i> (73 et 26 milliards d'encours)</p> <p><i>Régimes maison : près de 150 entreprises françaises ont leurs propres régimes supplémentaires.</i> À prestations définies dans la plupart des cas, ils sont à haut risque pour les entreprises. Une loi de 1994 les obligeant à provisionner leurs engagements a suscité une prise de conscience (cas d'ELF, Société Générale, assureurs). Le montant des engagements est estimé à 1 000 milliards dont 45 milliards pour les 10 premières.</p> <p><i>Loi Madelin : destinée aux non salariés.</i> À la fin 1996, 150 000 travailleurs individuels y avaient souscrits, pour 3,7 milliards d'encours</p> <p><i>COREVA : s'adresse aux exploitants agricoles.</i> Avec un peu plus de 80 000 adhérents et 1 100 allocataires. 1,28 milliard d'actifs gérés dont 11 % en actions.</p>

Les solutions proposées ont été celles indiquées dans le tableau 7.

Comme le note Charpentier, les propositions des milieux économiques voulaient tout d'abord éviter toute charge supplémentaire supportée par les entreprises. Leurs projets avaient en ligne de mire trois objectifs économiques essentiellement :

- faire face à l'insuffisance de l'épargne de l'économie française ;
- approfondir le marché boursier par des investissements majoritairement en actions ;
- améliorer le niveau des fonds propres des entreprises, notamment les PME.

Il est étonnant de voir à quel point la solution d'un problème aussi évident et qui concerne l'ensemble de la société peut diviser. Les blocages sont probablement d'ordre idéologique (recherche de l'égalité, en apparence tout au moins), et psychologique (aversion pour la culture boursière). À ceci s'ajoutent les conflits d'intérêts sur la gestion de la manne en question.

Les solutions proposées sont aussi complexes les unes que les autres (les variantes étant la fiscalité, le mode de création, le mode de sortie, l'orientation des fonds, les modes de contrôle, etc.). À défaut de trouver l'unanimité, la définition de quelques critères (de bon sens) qui doivent être respectés, pourrait contribuer à la mise en place d'un cadre législatif cohérent, tout en laissant aux partenaires la liberté de choisir une formule adaptée à leurs besoins. Cela étant, et comme le montrent les tableaux suivants, la dénomination de « fonds de pension » était la plus couramment utilisée ce qui a valu aux initiateurs de ces projets des critiques exacerbées. Pour cette raison, nous donnerons la définition sommaire d'un fonds de pension, ainsi que les différentes formes qu'il peut prendre.

## Les fonds de pension

Épouvantail pour les uns, aubaine pour les autres, le débat sur la mise en place de fonds de pension en France perd souvent de son objectivité. Il faut dès lors bien définir ce qu'est un fond de pension. Pour Kessler, ce sont des fonds externes aux entreprises (c'est-à-dire, les créances qu'ils représentent ne figurent pas au bilan) ; créés et alimentés par des accords contractuels dans l'entreprise, la branche ou le secteur d'activité, à adhésion facultative ou obligatoire. Ils sont investis en actions, obligations ou immobilier, et les droits qu'acquière progressivement les salariés n'interfèrent pas avec la bonne marché de l'entreprise.

Un fonds de pension est donc un système d'épargne, avec comme objectif unique de verser un complément de revenu après la retraite. Il peut être alimenté aussi bien par l'adhérent (salarié ou pas) que par l'entreprise. Son principe est attaché à la capitalisation. Les droits acquis sont gérés



## 7. Les propositions des milieux économiques

	AFB <i>1993</i>	AFEP (Association Française des Entreprises Privées) <i>1992</i>	AREPER (Assoc. de recherche sur la prévoyance...) <i>1992</i>	CNPF	FFSA <i>1991</i>
Dénomination	Fonds d'épargne retraite	Provisions pour retraites complémentaires	Fonds de pension	Fonds de retraite	Fonds de pension
Création	Entreprises, ou organismes agréés.	Entreprises.	Entreprises, orga- nismes professionnels ou non salariés.	Entreprises, organismes habilités.	Entreprises, orga- nismes professionnels ou non salariés.
Gestion	Externe. Privilégiant les actions.	Interne. Inscription spéciale au bilan.	Externe. Par compagnies d'assurances, mutuelles, IP.	Interne pour l'épargne constituée par l'entre- prise. Externe pour les cotisations des salariés et % minimal de détentions en action.	Externe. Par compagnies d'assurances, mutuelles, IP.
Mode de sortie	Rente ou capital à la retraite.	Pension complémen- taire à la retraite. Droits acquis si 10 ans d'ancienneté et pertes de droits quand chan- gement d'entreprise.	Rente à la retraite. Réversion au conjoint en cas de décès.	Rente ou capital à la retraite.	Rente à la retraite. Réversion au conjoint en cas de décès
Régime fiscal	Exonération à l'entrée. Exonération totale sur la capital à la sortie, fiscalité des rentes viagères à titre onéreux.	Provisions déductibles à l'IS.	Cotisations déductibles à l'IR pour le salarié ; rente imposable. Contribution de l'employeur défiscalisée et non cotisable.	Contribution de l'em- ployeur défiscalisée et non cotisable. Cota- tions déductibles à l'IR pour le salarié, sous un plafond égal à 3 % de 8 plafonds SS. Neutralité à la sortie.	Contribution de l'employeur défis- calisée et non cotisable. Cotisations déductibles à l'IR pour le salarié, sous un plafond. IR sur les rentes à la sortie.

## 8. Les propositions du monde politique

	Proposition Marini 1993	Proposition Millon-Thomas 1993	Projet Barrot 1994	Commission des Finances de l'Assemblée 1994
Dénomination	Fonds de pension	Plan d'épargne entreprise- retraite	Fonds de pension	Plan d'épargne retraite
Création	Entreprises, organisations professionnelles de non salariés.	Entreprises, de façon directe ou par un organisme professionnel.	Entreprise, seule ou en partenariat avec une institution financière ou un organisme professionnel.	Entreprises, Cies d'assurance, banques, etc.
Gestion	Externe. Par compagnies d'assurances ou établissements de crédit. Contribution au financement des fonds propres des entreprises.	Externe. Par établissement financiers avec affectation des fonds: 20 % fonds propres de l'entreprise, 46,6 % actions cotées, 33,4 % obligations ou titres de taux.	Externe. Règles d'investissement en fonds propres, dont investissement en fonds propres de l'entreprise cotisante.	Externe ou interne. 10 à 30 % des versements de l'emplo- yeur en actions de l'entre- prise. Au maximum 20 % des cotisations des salariés inves- tis en titres de l'entreprises.
Mode de sortie	Rente. Au conjoint en cas de décès. Pas de rachat sauf cas particulier.	Durée min. : 10 ans. Sortie en rente après 10 ans. Sortie en capital après 20 ans. Clôture plan sur retrait avant 10 ans.	Rente à la retraite.	Rente à la retraite. Capital si la rente mensuelle est inférieure à 300 francs.
Régime fiscal	Idem répartition (versements et cotisations de rachat du salarié déductibles de l'IR sous plafond ; imposition à la sortie).	Employeur : versement non cotisables, déductibles IS dans la limite de 24 000 par bénéficiaire. Salarié : défis- calisation à l'entrée à hauteur de 20 000 par an ; IR à la sortie avec abattement de 60 % plafonné à 150 000 F.	Défisicalisation à l'entrée, limitée à 50 % du plafond de la SS. Abondements de l'entreprises non cotisables. Fiscalisation à la sortie selon les régimes de pension.	Déductibilité de l'IS et de l'IR. Les versements au plan ne sont pas assujettis qu'aux cotisations sociales aux régimes de retraites obligatoires.

Source : *Journal de l'Assurance*, juin 1994, in Charpentier.

## 9. Cotisations ou prestations définies : avantages et inconvénients

		Avantages	Inconvénients
Employeur	Cotisations définies	Niveau de cotisations défini à l'origine et maîtrisé par la suite.	Fidélisation modeste des collaborateurs.
	Prestations définies	Pas d'engagement sur le niveau de la retraite. Clarté du régime fiscal et social. Fidélisations très forte des collaborateurs.	Risque supérieur car engagement très en avance sur le niveau futur de retraite (risque des marchés financiers). Niveau de l'engagement aléatoire pour les régimes chapeau car conditionné par le rendement des régimes obligatoires. Imprécision de la doctrine fiscale.
Adhérent	Cotisations définies	Niveau de cotisations connu à l'origine. Possibilité de transférer les fonds en cas de départ de l'entreprise. Droits individualisés.	Faible visibilité sur le niveau de la retraite future. Risque des marchés financiers (mais sans maîtrise directe sur la gestion).
	Prestations définies	Connaissance <i>a priori</i> du niveau futur de retraite mais visibilité plus ou moins grande quant au montant de la retraite future (régime additif ou chapeau).	Obligation d'être présent dans l'entreprise jusqu'au départ en retraite (sinon perte définitive des droits acquis). Droits non individualisés
Organisme habilité	Cotisations définies	Aucun risque sur la gestion financière (risque porté par l'adhérent). Gestion actuarielle simple).	Volatilité supérieure des fonds en cas de changement d'entreprise par le(s) salarié(s).
	Prestations définies	Aucun risque sur la gestion financière (risque porté par l'entreprise). Probabilité supérieure de détenir les fonds longtemps.	Gestion actuarielle complexe.

Source : Turbot (1997) : *Les fonds de pension*.

selon principe de capitalisation, c'est-à-dire, accumulés jusqu'à la date de la retraite effective, dans un compte ouvert au nom de chaque bénéficiaire.

Un fonds de pension peut prendre plusieurs formes : à cotisations ou prestations définies, adhésion facultative ou obligatoire (les fonds de pension dans le monde couvrent moins de 50 % des salariés actifs, 46 en Allemagne et 75 % au Royaume-Uni), avec sortie en rente ou capital ou mixte (au Royaume-Uni, la sortie est à 75 % en rente et 25 en capital).

La grande majorité de fonds de pension dans les pays anglo-saxons sont encore à prestations définies (droits des salariés fixés généralement par référence au dernier salaire) et non pas à cotisations définies, ce qui les rapprochent des régimes par répartition. Ceci représente un risque majeur pour les entreprises cotisantes, en cas de crises financières, d'où une tendance à les transformer en fonds à cotisations définies.

### **Les limites de la loi Thomas**

La loi Thomas votée le 25 mars 1997, instaurant les Plans d'épargne retraite (PER), avait suscité beaucoup d'espoir, notamment du côté des professionnels de la gestion d'actifs, et pas mal de critiques, principalement côté syndicats.

Sur le plan technique, étant donné que les versements aux Fonds d'épargne retraite (FER) (issus de la loi Thomas) sont facultatifs, un éventuel krach boursier devra être supporté plutôt par les adhérents actuels du fonds. En effet, si les actifs ne sont pas systématiquement enregistrés à leur valeur de marché, une crise boursière pourrait être compensée en partie par les versements des nouveaux. Ceci n'est pas le cas dans les FER, puisqu'en cas de chute des valeurs des actifs en dessous des droits des adhérents, les jeunes adhérents pourraient cesser leurs versements s'ils constatent qu'ils sont en train de souscrire dans un fonds chargé en moins-values latentes.

Sur le plan fiscal et social, l'article 83 garde ses attraits notamment pour les petites entreprises et pour les bas salaires. Ce dispositif peut être financé totalement par l'entreprise, alors que la participation de l'employeur est limitée à l'abondement dans le PER. Néanmoins, l'abondement peut atteindre quatre fois les versements volontaires des salariés ; il est par ailleurs facultatif, pouvant être suspendu ou repris, sans pénalité, dans des conditions fixées par l'accord collectif quand il existe, sinon par décret.

D'un autre côté, alors que les salaires peu élevés pourront être fiscalement satisfaits par l'article 83, les limites fiscales (19 % du plafond de la Sécurité sociale) seront rapidement atteintes pour les cadres supérieurs qui pourront ainsi souscrire un PER (il est facultatif). Une personne gagnant 1 000 000 francs par an, pourrait déduire de son revenu 50 000 francs chaque année (le plafond de 5 ou 20 % du plafond de la Sécurité sociale étant commun à la part salariale et à l'abondement).

Malgré ses atouts, la loi Thomas, avec des recettes estimées à 15 milliards par an, n'était probablement pas en mesure de faire face aux déséquilibres de grande ampleur. Par ailleurs, elle était surtout bénéfique aux salaires élevés (plus de 500 000 francs par an), et faisait une faible part aux processus de négociations collectives. L'ensemble de ces carences nous incite donc à proposer des pistes de solutions plus équilibrées, et à la hauteur des déficits prévisibles.

## **Quel degré d'ouverture pour le système actuel ?**

Une solution conforme aux quatre critères mentionnés précédemment doit être à double objectif : d'une part, maintien du système par répartition en le dotant de capacités financières supplémentaires, et d'autre part, orientation des flux d'épargne actuels vers des placements à très long terme en vue de la retraite. Une éventuelle réforme peut utiliser deux vecteurs :

- Mise en place d'une répartition provisionnée (Davanne et Pujol, 1997) par l'accumulation des réserves au sein des régimes par répartition. Cette solution a l'avantage de respecter les critères énoncés plus haut, à savoir, rendement plus élevé de la capitalisation avec la mutualisation des risques garantie par la répartition, mais elle suppose un accroissement des cotisations.

- Modification en profondeur de l'épargne salariale afin de l'orienter (en partie) vers des placements à objectif unique, la retraite avec sortie en rente, tout en conservant les avantages de ses dispositifs basés sur des procédures collectives de négociation. Une solution équivalente doit être prévue pour les travailleurs non salariés et les professions libérales (exemple de la loi Madelin qui a étendu l'article 83 aux contrats groupes des travailleurs non salariés).

## **Constitution de réserves au sein des régimes par répartition**

L'introduction d'une dose de capitalisation au sein des régimes de retraite actuels ne manque pas de poser quelques difficultés soulignées déjà par Davanne et Pujol : définition du taux auquel les régimes de retraite doivent provisionner leurs engagements (détermination du taux actuariel et du taux de provisionnement) ; délégation de la gestion de ces réserves à des professionnels indépendants des organismes de retraites et des précautions contre leur utilisation par les gouvernements pour des opérations ponctuelles. Enfin, il faudra convaincre les générations actuelles de la nécessité d'accroître, même d'une façon marginale, leur taux de cotisation à un moment où les prélèvements obligatoires sont déjà très importants.

Ce dernier problème a été qualifié par Garner de « problème de la transition », faisant référence au fardeau que doivent subir les générations ac-

tuelles de travailleurs contraints de financer aussi bien leur propre compte de retraite que les pensions des retraités actuels ou des travailleurs plus âgés. Deux principales solutions ont été avancées afin d'alléger le coût de transition<sup>(13)</sup> ; précapitalisation des pensions de retraite, et un grand emprunt public.

La première est issue des travaux de Feldstein et Samwick (1996)<sup>(14)</sup>. Ils estiment qu'un plan de privatisation approprié provoquerait une hausse du taux combiné (prélèvement des cotisations sur le salaire + épargne obligatoire) de deux points de pourcentage au-dessus du taux actuel du prélèvement sur le salaire (soit 14,4 %). Ainsi, les contributions obligatoires à un compte individuel seraient investies en actions ou obligations. La rémunération avant impôt des fonds en question est estimée à 9 % par an, selon Feldstein et Samwick. Sur longue période, « une proportion croissante des pensions de retraite aurait été ainsi précapitalisée ». Ceci se traduira par des réductions progressives du taux de cotisations subis par les salaires. Le taux de prélèvement combiné serait finalement inférieur aux taux de prélèvement actuel. Ceux qui profiteront de ce système seront les générations les plus jeunes et celles à venir, tandis que les travailleurs d'âge moyen subiront une baisse de leur niveau de vie.

L'autre solution consiste à partager les coûts de la transition avec les générations à venir, à l'aide d'un emprunt public partiellement remboursé par les recettes fiscales de ces générations (Garner, 1997).

Naturellement, une privatisation complète des systèmes de retraite en France posera des problèmes au-delà des coûts de transition (affaiblissement du lien social, risques financiers élevés, etc.). D'où l'intérêt de la répartition provisionnée en France qui ne devrait constituer qu'une partie de la solution, car elle entraîne un accroissement des cotisations. Reste à déterminer les ordres de grandeurs. Le montant des réserves à accumuler à long terme peut être déduits suivant deux hypothèses fondamentales : un taux de croissance annuel moyen de l'économie de 2 % par an, et un rendement des actifs de 6 % par an à long terme en cas de placements en actions.

L'objectif serait donc d'avoir des réserves atteignant 100 % du PIB en 2040. Compte tenu des hypothèses précédentes, ceci entraînerait une baisse du poids des cotisations retraites de près de 4 % pour les actifs de 2040 (4 % étant la différence entre le rendement, 6 %, et les 2 % nécessaires pour stabiliser le ratio réserves-PIB)<sup>(15)</sup>. Plusieurs scénarios sont possibles pour atteindre cet objectif. Exemple : une sur-cotisation qui augmen-

---

(13) Signalons au passage que ces solutions ont été faites sous l'hypothèse d'une privatisation complète de la Sécurité sociale aux États-Unis (équivalente aux régimes par répartition en France).

(14) *Empirical Foundations of Household Taxation*. Une revue critique a été faite par Cordes, 1997.

(15) Hypothèses de Davanne et Pujol, 1997.

terait de 0,37 % du PIB par an jusqu'en 2005. En 2005, le produit de cette sur-cotisation serait de 3,4 % du PIB. Avec 2 % de croissance annuelle, le PIB en 2005 serait de 9 321 milliards, donc une sur-cotisation de 317 milliards, soit près de 45 milliards par an, entre 1999 et 2005. À partir de 2005, la sur-cotisation serait diminuée de 0,21 % du PIB par an, et disparaîtrait en 2021, grâce à la mise en réserves des produits entre 2005 et 2021. Ce n'est qu'à partir de 2021 que les cotisations (normales) commenceraient à baisser, au rythme de 0,21 % du PIB par an.

Signalons que lors de la constitution de ces réserves, les besoins supplémentaires de financements immédiats des retraites (330 milliards en 2015 selon les estimations du Plan) ne seront pas couverts, et il faudra donc recourir à des ressources supplémentaires pour combler le retard. C'est dans cette perspective que l'épargne salariale pourrait jouer un rôle important, en partageant de manière vraisemblablement principale la charge avec les réserves des régimes complémentaires.

## **Modification en profondeur de l'épargne salariale**

En France, les projets d'introduction des fonds de pension ont souvent voulu prendre comme vecteur l'épargne salariale (participation, intéressement, PEE...), et ce pour plusieurs raisons :

- D'abord pour des raisons socio-politiques. Cette épargne est considérée comme une très bonne passerelle aux fonds de pension à la française car elle s'inscrit dans une philosophie collective, en s'appuyant sur le paritarisme et la négociation collective. Seul le PEE ne fait pas obligatoirement l'objet d'une négociation.
- Peu de salariés disposent d'un régime de retraite supplémentaire d'entreprise. Par contre, ils sont plus nombreux à bénéficier de mécanismes de participation financière, considérée comme un revenu différé à long terme.
- L'épargne salariale bénéficie des tensions actuelles sur le marché de travail impliquant une part croissante des revenus sous forme de complément de salaire.
- Avec 180 milliards de francs de capitaux en épargne salariale, soit moins de 2 % du patrimoine financier des ménages, le potentiel de développement est encore important.
- Elle est en grande partie financée par l'entreprise via les abondements.

Nous estimons donc que l'épargne salariale, par ses procédures collectives et par son équité sociale (ses produits ne permettent pas d'introduire de discrimination forte entre les bénéficiaires) constitue effectivement une piste intéressante dans la constitution d'un complément de retraite. Elle est néanmoins insuffisante compte tenu de l'ampleur des besoins de financement (près de 330 milliards en 2015), et de la non prise en compte des travailleurs indépendants.

Bien qu'elle représente une partie de la solution, l'épargne salariale, dans son état actuel, ne peut s'assimiler entièrement à l'épargne retraite qui garde plusieurs spécificités relatives à sa durée, ses objectifs et sa fiscalité. C'est tout d'abord une épargne à très long terme (supérieure à 20 ans en moyenne) par opposition aux contrats d'assurance vie (8 ans) ou des PEE (5 ans) ; elle a un objectif unique, à savoir, percevoir une rente en vue de la retraite (par opposition à un salaire différé dans le temps, et à une protection du conjoint, etc.) ; elle bénéficie finalement d'un report de prélèvement fiscal à la sortie (exonération de la prime à l'impôt sur le revenu).

### *Éviter les faux problèmes et les aberrations*

L'intérêt d'une définition simple au préalable de l'épargne retraite est d'écarter certains faux problèmes (tel la sortie en rente ou en capital, puisque l'imposition à la sortie limite de fait les possibilités à la sortie en capital) ou d'éviter quelques aberrations (défiscalisation à l'entrée et à la sortie ; voir l'exemple de Total plus loin), mais également de mettre en avant la question de l'utilisation adaptée des fonds concernés (placements à très long terme favorisant les investissements en actions).

Un des premiers rapports mettant en avant le rôle de l'épargne salariale était celui de Moscovici et Pastré (1991) : *Épargne salariale et fonds propres*. Parallèlement aux PEE, ces deux auteurs suggéraient la création de Plans d'épargne salariaux (PES), à l'image des PEE, mais avec une portée à plus long terme (20 ans) et bénéficiant d'avantages fiscaux supplémentaires.

Moscovici et Pastré prévoyaient un stock de l'épargne salariale de 400 milliards vers l'an 2000, alors qu'il est actuellement de 180 milliards, 2,5 % seulement des PME ayant mis en place un système d'épargne salariale.

Il existe donc un grand potentiel de progression pour ce type d'épargne, qu'il faut orienter par des incitations fiscales et réglementaires à se positionner sur le très long terme, sans possibilité de déblocage avant l'âge de la retraite. Une partie de ces fonds pourrait compenser la baisse des taux de remplacement tout en évitant de relever les taux de cotisations.

### *Les différents dispositifs de l'épargne salariale*

#### *La participation*

Née en 1954, la prime de participation est obligatoire dans les entreprises de plus de 50 salariés, existant depuis au moins 3 ans. Cette prime, qui est fonction du résultat net, est répartie entre les salariés proportionnellement à leur salaire (ou temps de présence). Les sommes épargnées sont versées dans la réserve spéciale de participation et exonérées des cotisations sociales.



## 10. Formules et durée de l'épargne au sein de l'entreprise

	Participation financière des salariés		Retraite par capitalisation	
Formules	Participation aux bénéfices	Actionnariat	Plan d'épargne salariale	Retraite surcomplémentaire
Principes	Participation aux résultats	Participation au capital	Constitution d'une retraite supplémentaire	
Supports	Intéressement Participation PEE	Plan d'actionnariat Stock options	PES	Régime à cotisations définies (art. 83) Régime à prestations définies (art. 39) Sursalaires (art. 82) IFC
Mise en place	Facultative / obligatoire À l'initiative des dirigeants d'entreprises ou des représentants des salariés	Facultative À l'initiative des dirigeants d'entreprises	Facultative À l'initiative des dirigeants d'entreprises ou des représentants de salariés	Facultative À l'initiative des dirigeants d'entreprises ou des représentants de salariés
Horizon de l'épargne	Court et moyen terme	Moyen et long terme	Long terme	

Source : DAFSA.

## L'intéressement

Il est totalement facultatif, et n'est subordonné à aucune condition d'effectifs. L'intéressement, qui repose sur un accord d'entreprise, est aléatoire car dépendant des performances de l'entreprise (résultats, amélioration de productivité). Incluses dans l'assiette de la CSG, les primes d'intéressement sont exonérées de cotisations sociales et disponibles immédiatement.

## Le Plan d'épargne entreprise

Selon l'ordonnance du 21 octobre 1986, et après la modification du 25 juillet 1994, tout système d'épargne collectif ouvrant aux salariés de l'entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières constitue un PEE. Les versements des salariés au PEE sont volontaires (au maximum, le quart de la rémunération annuelle, et 1 000 francs au minimum). Cependant, un accord de participation peut envisager le versement des sommes capitalisées dans le PEE, sans limite de plafond. De même, les primes d'intéressement peuvent être affectées au PEE et seront ainsi exonérées d'impôt sur le revenu, dans la limite du plafond annuel moyen retenu pour les cotisations de Sécurité sociale.

Les entreprises sont obligées d'abonder les versements des salariés. L'employeur ne peut moduler individuellement les abondements (sauf par catégorie professionnelle).

L'épargne salariale (sauf l'intéressement) est bloquée pour une durée de 5 ans, en contrepartie des avantages fiscaux, sauf cas de déblocages anticipés prévus par la loi (mariage, divorce, cessation de contrat, etc.). En 1994, la collecte des PEE s'était élevée à 175 milliards francs, dont 112 milliards investis dans 4 000 fonds communs de placement d'entreprise. Une enquête menée en 1995, portant sur les entreprises de plus de 10 salariés, montrait que les PEE touchaient trois entreprises sur dix, et plus d'un salarié deux. En moyenne annuelle, les salariés versent 7 000 francs par an sur leur PEE, mais les écarts sont considérables selon la taille de l'entreprise. Les sommes déposées dans les PEE représentaient, en moyenne, 2,7 % de la masse salariale.

Par ailleurs, plus de 2,5 millions de salariés sont couverts par un accord d'intéressement, et plus de 5 millions par un accord de participation.

Les grandes entreprises se sont adaptées à l'absence de réformes, par le recours à l'épargne salariale et aux systèmes de retraites individuelles

En attendant les réformes, les entreprises se sont adaptées à la nouvelle donne en exploitant deux voies pour la constitution d'un complément de retraite : l'épargne salariale ou l'assurance collective. Dans le premier cas,

nous citerons l'exemple des grandes entreprises à l'instar de Rhône-Poulenc. Cette firme récompense l'effort individuel d'épargne par un quadruplement de la mise annuelle, pour la fraction de celle-ci n'excédant pas 1 800 francs. Chez Usinor-Sacilor, la direction et les syndicats ont conclu un accord en 1989, visant à créer un plan d'épargne Groupe comportant deux FCP. Le premier, indisponible pendant 5 ans et non abondé par l'entreprise, le second est bloqué au moins 10 ans avec pour objectif la constitution d'une retraite supplémentaire.

Un autre exemple est celui de Total, qui a mis en place en 1994 un compte d'épargne retraite à l'aide du PEE. Une partie des fonds était investie dans les actions de Total, et la sortie en capital était autorisée au bout de 10 ans. La sortie en rente est possible dans le cadre d'un Plan d'épargne populaire. La combinaison PEE-PEP permettait de bénéficier des avantages fiscaux à l'entrée du PEE, avec la sortie en rente défiscalisée du PEP<sup>(16)</sup>.

La souplesse des dispositifs de l'épargne salariale et ses avantages fiscaux ont ainsi séduit les entreprises dont la panoplie s'est encore enrichie avec la mise en place des PEELT (PEE à long terme). Les sommes investies dans les PEELT sont bloquées pendant 10 ans, reconductibles par période de 5 ans. La sortie est en capital, mais elle est possible en rente si le PEELT est couplé avec un contrat d'assurance vie.

Parallèlement, le système d'assurance a fait ses preuves à travers le régime de retraite supplémentaire, dit « article 83 ». Ce sont des contrats collectifs à cotisations définies s'inscrivant dans le cadre de l'article 83 du Code général des Impôts ; le dispositif est limpide, les cotisations bénéficient de la même exonération sociale et fiscale que des cotisations sociales, les rentes sont soumises à l'impôt sur le revenu au même titre que les retraites de Sécurité sociale.

Plus précisément, les cotisations versées par l'entreprise et le salarié pour une assurance retraite sont déductibles du revenu imposable à condition que le total de toutes les cotisations sociales (charges salariales et patronales incluses) ne dépasse pas 19 % de 8 fois le plafond de la Sécurité sociale, soit 250 000 francs environ à ce jour. La collecte annuelle de l'article 83 est évaluée actuellement à 5,9 milliards de francs, comparée à la quinzaine de milliards par an qui étaient attendus pour les fonds de la loi Thomas.

L'article 83 gardera ses attraits, notamment pour les bas salaires

Les spécialistes en la matière estiment que l'article 83 conservera ses avantages même si une loi sur les fonds de pension entre en application.

À l'opposé se situe le plan d'épargne entreprise ou le contrat en sursalaire (article 82 du Code général des Impôts). Ici au contraire, on est beau-

---

(16) Exemples cités par Charpentier, 1996.

coup plus proche du cadre de l'assurance vie individuelle où le versement est effectué après les prélèvements sociaux et fiscaux mais où les produits financiers de l'épargne sont exonérés d'impôts sur le revenu sous réserve d'une immobilisation sur une durée suffisante pour être assimilée à de « l'épargne longue ». Ce cadre est alors celui de l'individualisation et du facultatif par opposition au cadre précédent qui était celui du collectif et de l'obligatoire.

**11. Les volumes des contrats d'assurance retraite en France en 1996**

*En milliards de francs*

	Chiffre d'affaires 1996	Provisions mathématiques
Contrats à prestations définies (art. 39)	3,1	26,1
Contrats en susrsalaire (art. 82)	0,8	7,7
Contrats à cotisations définies (art.83)	5,9	73,5
Contrats d'indemnités de fin de carrières	2,2	17,4
Régimes collectifs de retraite (art. L 441-1)	2,0	35,0
Loi Madelin	1,8	3,7
Total	15,9	163,4

Source : FFSA.

On mesure ainsi la richesse des formules d'épargne salariale associées à des systèmes d'assurance, d'où la nécessité d'élaborer un nouvel ensemble cohérent, contribuant significativement à la constitution d'une retraite supplémentaire, en tenant compte du cas des salariés isolés ou des travailleurs non salariés.

*Comment faire un ensemble cohérent ?*

Au minimum, il serait souhaitable que le nouveau produit « fonds de pension » soit inscrit dans un ensemble cohérent qui aille de l'article 83 obligatoire jusqu'au produit individuel afin que toutes les demandes puissent trouver leurs satisfactions.

Ceci nécessite certes de reprendre le dispositif du produit à cotisations définies (article 83) et du plan d'épargne entreprise pour bien situer le cadre social et fiscal du nouveau produit dans sa globalité. En particulier pourrait apparaître à cette occasion, l'incohérence fiscale du plan d'épargne entreprise avec sortie en rente dans le cadre d'un PEP où il est possible de bénéficier d'exonération à l'entrée (si l'on alimente le PEE avec de l'intéressement), et d'exonération à la sortie (sortie en rentes du PEP).

Au maximum, il faudrait d'étudier la mise en cohérence des plafonds sociaux et fiscaux...

## 12. Comparaison des régimes d'épargne et de retraite

	Plan d'Épargne Retraite	Plan Groupe d'Épargne Retraite (assurance vie collective)	Retraite surcomplémentaire à cotisations ou à prestations définies (art. 39 et 83)	Plan d'Épargne Entreprise
Objectifs	Objectif unique : rente en vue de la retraite.	Objectifs multiples : épargne de long terme, protection du conjoint, capital pour la retraite.	Objectif unique : rente en vue de la retraite.	Objectifs multiples : épargne de moyen terme, consommation différée.
Durée	Jusqu'au départ à la retraite.	Aucune durée minimale ; avances possibles	Jusqu'au départ à la retraite	5 ans, sauf en cas de déblocages anticipés prévus par la loi.
Régime	À caractère facultatif.	À caractère facultatif.	À caractère obligatoire.	À caractère facultatif.
Transférabilité	Sur un autre plan au bout de 10 ans (renouvelable 1 fois) lors du changement d'employeur ou d'un transfert d'un plan individuel vers un plan d'entreprise.	Vers tout autre instrument d'épargne, mais perte éventuelle de l'antériorité fiscale.	En cas de changement d'employeur.	Vers tout autre instrument d'épargne après déblocage.
Abonde-ments	L'employeur peut verser un abondement.	Pas d'abondement de l'employeur.	Versements totalement pris en charge par l'employeur pour la retraite à prestations définies.	Abondement versé par l'employeur.
Fiscalité	À l'entrée, exonération à l'IR dans les limites de la loi. Régime des pensions à la sortie.	Pas d'exonération à l'entrée. Exonération progressive puis totale (après 8 ans) des revenus et plus values.	À l'entrée, exonération à l'IR. Régime des pensions à la sortie.	Pas d'exonération à l'entrée. Exonération des revenus et plus values à la sortie.

Source: D'après CARDIF.

## Les préconisations : entre l'obligatoire et le facultatif

- Conserver le caractère intermédiaire des caractéristiques du fonds de pension entre l'obligatoire et le facultatif. Dès lors, il faudra situer ce nouveau produit dans une cohérence d'ensemble afin que chacun puisse trouver satisfaction à son besoin.
- Essayer de simplifier ce cadre cohérent de l'épargne et de la retraite dans l'entreprise (par exemple en homogénéisant les limites sociales et fiscales).
- Agrandir les possibilités d'exonération à l'entrée afin que des mesures compensatrices à la dégradation du rendement de l'AGIRC puissent être trouvées sur toute la tranche de salaire couverte par l'AGIRC.
- Éviter toute irritation des partenaires sociaux en plafonnant (ou au pire en supprimant) l'exonération de cotisations sur l'abondement de l'employeur. Parallèlement, il faudrait assouplir l'article 83 en l'inscrivant délibérément dans un processus de négociations annuelles, afin de lever les réticences patronales sur de nouvelles charges rigides.
- Finalement, éviter toute polémique inutile sur la sortie en rente ou en capital : si l'exonération a lieu à l'entrée, la sortie est imposée... et cela limite immédiatement les sorties en capital.

## Application aux salariés isolés et aux Travailleurs non salariés (TNS)

De même que la loi Madelin étendait l'article 83 aux contrats groupes de TNS, on peut envisager une extension aux salariés isolés. Une solution possible serait de donner la possibilité à tous les foyers fiscaux d'utiliser le disponible fiscal restant après l'article 83, celui-ci se comprenant après déduction de tous les systèmes de préparation à la retraite qui reposent sur un report de prélèvement à la sortie : article 83, mais aussi, pourquoi pas, COREVA pour les agriculteurs, PRÉFON pour les fonctionnaires, etc.

## Conclusion

L'objectif de ce rapport était de rappeler l'évidence des contraintes et la possibilité de solutions.

Le mécanisme de base continuera évidemment à être celui de la retraite par répartition, garantissant une couverture universelle et la solidarité intergénérationnelle.

Compte tenu des déficits provoqués par des tensions économiques et démographiques, et afin de garantir la pérennité des régimes général et complémentaire, un troisième étage de capitalisation apparaît nécessaire

pour faire face aux besoins de financement à venir. Ceci peut avoir lieu via deux vecteurs principaux : des provisions constituées au sein des systèmes par répartition (précapitalisation des retraites), et recours à une épargne salariale bloquée à long terme.

Des premières estimations font état d'une charge de provisionnement (sur-cotisation) de l'ordre de 45 milliards par an (et ce jusqu'en 2005) qui baissera ensuite pour disparaître vers 2021 grâce à la mise en réserve des produits issus des placements financiers de ces sommes. À partir de cette date, et grâce aux réserves constituées, le poids des cotisations « normales » pourrait être réduit. Ceci rend le premier vecteur difficile à mettre en œuvre.

Les besoins de financement actuels nécessitent donc un recours supplémentaire à l'épargne salariale ou aux formes de régimes d'assurance d'entreprises permettant de compenser la baisse du taux de remplacement ou d'éviter une hausse des prélèvements. Cette option serait susceptible de fournir entre 15 et 30 milliards par an, pris en charge pour partie par les entreprises sous forme de salaires différés.

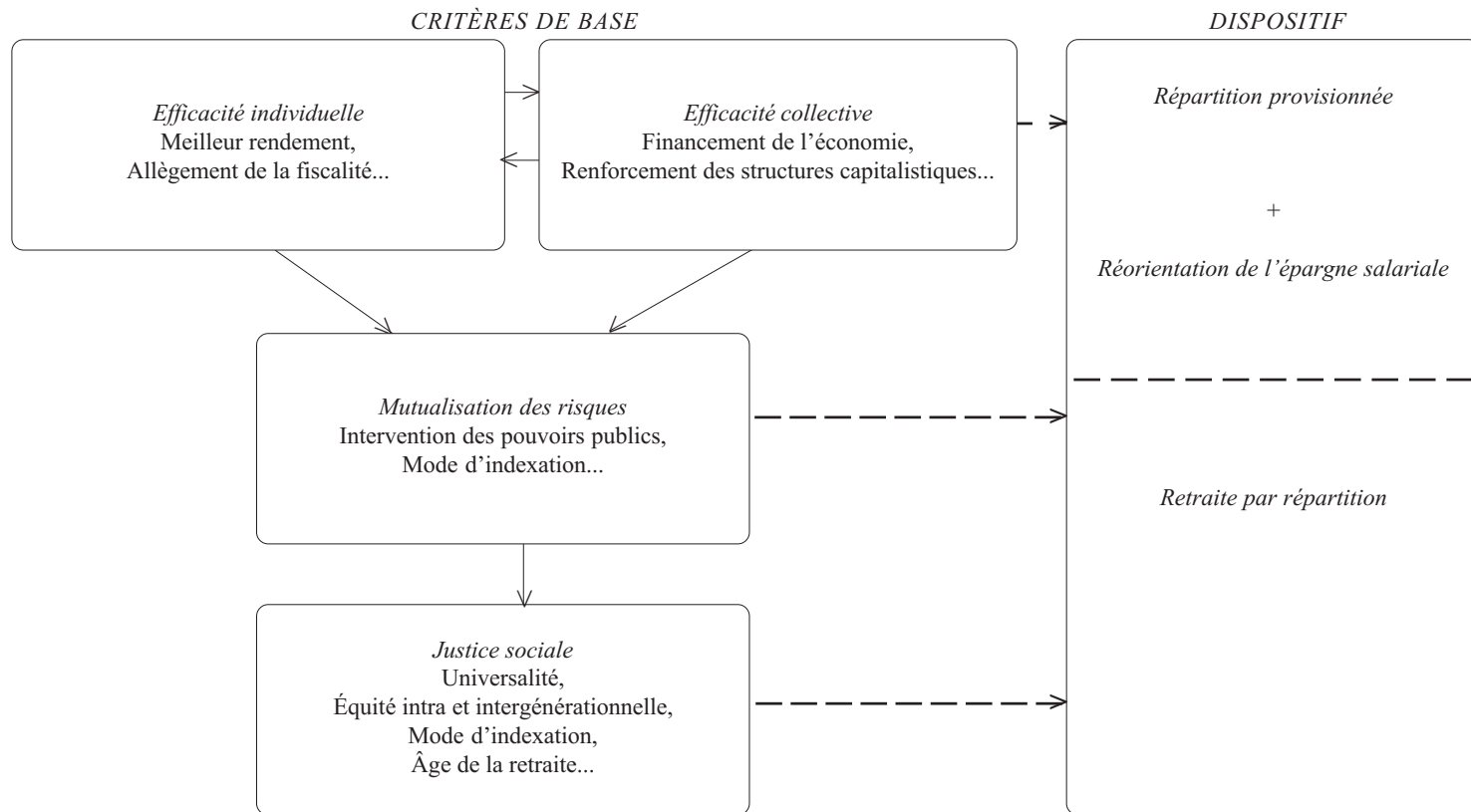
Comme cela n'est, sans nul doute, pas suffisant, il paraît nécessaire de réfléchir à l'utilisation du stock d'épargne existant, notamment celui d'épargne salariale.

C'est ainsi que l'on pourrait imaginer le schéma suivant :

L'architecture du nouveau système pourrait donc être bâtie sur trois niveaux :

- au niveau national, en garantissant la cohérence des différents régimes (CNAV, AGIRC, ARRCO, etc.) et en ayant recours aux techniques de capitalisation en tant qu'instrument de compensation ;
- au niveau de l'entreprise, via l'épargne salariale, l'article 83 et les contrats type loi Madelin (pour les professions libérales) ;
- au niveau individuel, par l'épargne individuelle et l'utilisation du solde fiscal disponible de l'article 83, c'est-à-dire les sommes que les entreprises et les groupes professionnels n'ont pas utilisées dans le cadre de cet article.

Tout ceci ne représente qu'une panoplie de solutions, conforme aux contraintes mises en lumière dans le cadre de ce rapport, et qui indique clairement que l'on peut aujourd'hui trouver une réponse au défi des déséquilibres prévisibles des régimes de retraite.

**Schématisation d'un système de retraite compétitif**



## Références bibliographiques

- Artus P. (1997) : « Épargne longue : un excédent durable », *Banque*, décembre.
- Banque (1997) : *Épargne. Objectif retraite*, dossier de la Revue, décembre.
- Blanchet D. et Monfort (1996) : « L'âge et la durée de la retraite depuis 50 ans », *INSEE Première*.
- Blanchet D. et B. Villeneuve (1997) : « Que reste-t-il du débat répartition-capitalisation ? », *Revue d'Économie Financière*, mars.
- Briet R. (1995) : *Perspectives à long terme des retraites*, Commissariat Général du Plan.
- Cagan P. (1965) : « The Effects of Pension Plans on Aggregate Savings », *NBER*.
- Caussat L. (1992) : « Retraite et épargne. Histoire d'un débat dans la littérature économique américaine », *Revue d'Économie Financière*.
- Charpentier F. (1996) : *Retraites et fonds de pension. L'état de la question en France et à l'étranger*, Economica.
- Cordes J. (1997) : « Review of Empirical Foundations of Household Taxation », *Journal of Economic Literature*.
- Cutler et alii (1990) : « An Ageing Society: Opportunity or Challenge? », *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Davanne O. et T. Pujol (1997a) : « Le débat sur les retraites: capitalisation contre répartition », *Revue Française d'Économie*.
- Davanne O. et T. Pujol (1997b) : « Analyse économique de la retraite par répartition », *Revue Française d'Économie*.
- Diamond P. (1996) : « Proposals to Restructure Social Security », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n° 3.
- Économie Financière (1997) : *Les nouvelles formes de gestion de l'épargne*, dossier de la Revue, juillet.
- Économie Financière (1997) : *Systèmes de retraite : structure(s), défis et perspectives*, dossier de la Revue, mars.
- Feldstein M. (1974) : « Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation », *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 5.
- Feldstein M. (1994) : « Fiscal Policies, Capital Formation and Capitalism », *NBER Working Paper*, n° 4885.

- Feldstein M. (1995) : « The Effect of Marginal Tax Rate on Taxable Income: A Panel Study of 1986 Tax Reform Act », *Journal of Political Economy*.
- Feldstein M. (1995) : « The Effects of Tax Based Saving Incentives on Government Revenue and National Saving », *Quarterly Journal of Economy*, mai.
- Garner A. (1997) : « Social Security Privatization: Balancing Efficiency and Fairness », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. Paru dans *Problèmes Économiques*, n° 2554, 4 février 1998.
- Habakkuk H. (1962) : *American and British Technology in the 19th Century*, Cambridge University Press.
- Kessler D. (1997) : « Fonds de pension et régimes de retraite par répartition », in *Encyclopédie de l'Assurance*, Economica.
- Lenseigne F. (1997) : « Contraintes futures et avenir des régimes de retraite en France », *Revue d'Économie Financière*, mars.
- Masson P. et alii (1995) : « Saving Behavior in Industrial and Developing Countries », *Staff Studies for the World Economic Outlook*, IMF, septembre.
- Modigliani F. et A. Sterling (1983) : « Determinants of Private Saving with Special Reference to the Role of Social Security. Cross Country Tests », in *The Determinants of National Saving and Wealth*, Modigliani et Hemming (eds), St. Martin's Press, NY.
- Moscovici P. et O. Pastré (1991) : *Épargne salariale et fonds propres*, Rapport au ministère de l'Industrie et du Commerce Extérieur.
- Munnell A. (1987) : « The Impact of Public and Private Pension Schemes on Saving and Capital Formation », in *Conjugating Public and Private. The Case of Pensions*, n° 24, International Social Security Association.
- Pene D. (1997) : *La dynamique de la retraite : une menace pour l'Europe*, Economica.
- Roseveare D. et alii (1996) : « Aging Populations, Pension Systems and Government Budgets: Simulations for 20 OECD Countries », *OECD Working Papers*, n° 168.
- Simon J. (1981) : *The Ultimate Resource*, Princeton University Press.
- Van der Noord P. et R. Herd (1994) : « Estimating Pension Liabilities: A Methodological Framework », *OECD Economic Studies*, n° 23, winter.
- Warin P. (1997) : « Les régimes de retraite », in *Encyclopédie de l'Assurance*, Economica.
- Wattenberg B. (1987) : *The Bearth Dearth*, Pharos Books.

# L'économie française face aux fonds de pension américains. Quelles leçons pour le système de retraite ?

**François Morin**

*Professeur à l'Université de Toulouse I*

Le débat français sur les fonds de pension anglo-saxons prend aujourd'hui une vigueur qui mérite attention. La question est assez radicale, jugeons-en : faut-il accueillir ces fonds à bras ouverts comme porteur d'une organisation capitaliste moderne de la propriété en tous points conforme, par ailleurs, au modèle libéral, et que l'on devrait alors imiter sans états d'âme pour compléter notre système de retraite ? Ou bien doit-on les regarder comme des facteurs d'instabilité dans la gouvernance des firmes, et plus généralement, comme des propagateurs de crises dans le fonctionnement des marchés financiers mondiaux ? Auquel cas, il conviendrait d'être probablement plus circonspect dans l'importation du modèle.

La première vision, a été mise en avant par le rapport Viénot au CNPF en 1995, relayé en 1996 par le rapport parlementaire du sénateur Marini. Ces rapports nous expliquent que les fonds de pension sont porteurs d'un nouveau modèle de propriété susceptible de remplacer celui des noyaux durs mis en place par les privatisations Balladur (celles de 1986-1988 et 1993-1995). Grâce à une défense particulièrement efficace des intérêts minoritaires, cette nouvelle forme d'actionnariat serait à même, nous assure-t-on, de garantir une meilleure valorisation des capitaux investis en bourse, notamment par le jeu d'un contrôle *a priori* des actions stratégiques des firmes et/ou de leur mode de gouvernance. La loi Thomas sur les fonds de pension à la française devait consacrer cette première orientation.

Depuis, l'intrusion massive de ces fonds, dans les faits, a brusquement tendu le débat et provoqué quelques hésitations idéologiques. Aux yeux de certains responsables patronaux, la présence de ces capitaux « étrangers » n'apparaît plus désormais comme une priorité absolue, aussi désirable fut-elle initialement. En détenant des blocs de participation qui peuvent atteindre parfois, en une seule main, 10 ou 15 % de la propriété, les gestionnaires ne sont-ils pas à même, sinon de changer les directions en place (comme c'est devenu habituel aux États-Unis), mais plus insidieusement, de dicter leur stratégie aux chefs d'entreprises ? Plus, certains estiment que la responsabilité de ces fonds dans les désordres monétaires et financiers récents est fort probable ; faut-il rappeler leur rôle dans les trois crises du SME de 1992-1993, la crise mexicaine de 1994 et celle de septembre 1997 en Asie ?

Deux problèmes sont ainsi posés. Comment apprécier le rôle de ces gestionnaires particuliers dans le capital des firmes par rapport à d'autres acteurs financiers tels les banques, les assurances et autres investisseurs institutionnels ? Le modèle anglo-saxon d'organisation des macro-circuits de financements de l'économie va-t-il définitivement s'imposer, et conduire par exemple à modifier la logique et l'organisation du financement de notre protection sociale, et en particulier des régimes de retraite ?

## La fin d'un modèle ?

À bien des égards l'affaire des AGF est symptomatique de ces interrogations. Dernière privatisation fondée sur un système de noyau dur, elle sera la première à passer sous contrôle étranger. Peut-elle être alors à l'origine d'un jeu de domino au sein du cœur financier français, provoquant une déstabilisation en profondeur du système des participations croisées ? Les annonces dans ce sens se sont multipliées ces derniers temps : n'a-t-on pas affirmé périodiquement, depuis deux ans, le débouclage de plusieurs participations circulaires dans le but avoué de faire précisément le meilleur accueil possible aux investisseurs étrangers, et notamment aux fonds anglo-saxons ?

L'examen de données récentes sur la structure actionnariale des plus grands groupes (voir l'organigramme) tempère toutefois la vision d'un capitalisme français qui serait désormais totalement ouvert au grand vent libéral. Le rôle des participations circulaires demeure important, même si certains décroissements sont en cours et, dans un nombre de cas limités ont été même éliminés ; par ailleurs, l'organisation en pôles du cœur financier a été redistribuée avec la grande fusion AXA-UAP, intervenue il y a un an et demi.

Sous leurs deux formes, — auto-contrôle (participations circulaires internes à un groupe) et participations croisées (participations circulaires

entre deux groupes) —, ces liaisons financières bien particulières contribuent toujours à mailler la configuration du cœur financier français :

- L'auto-contrôle, même s'il n'est plus source de droits de vote en assemblée générale des actionnaires, retrouve sa fonction si les actions correspondantes sont transférées dans des mains amies. Or ces actions « parking » atteignent des parts très significatives dans certaines sociétés-mères : 6,1 % chez ELF ; 5,2 % à la Société Générale ; 5,5 % chez AXA-UAP ; 9,9 % à Paribas ; elles ne s'expliquent que par leur fonction protectrice des entreprises, et par conséquent des équipes dirigeantes ;

- Les participations croisées sont, quant à elles, sources de droits de vote bien réels même si le bouclage des capitaux engendre, par principe, la fictivité d'une partie du capital des firmes ainsi mises en relation ; leur raison d'être se justifie également par leur fonction protectrice. Les plus connues d'entre elles sont les suivantes (à lire dans les deux sens) : Société Générale/Alcatel ; Alcatel/Générale des Eaux ; Havas/Canal Plus ; Paribas/AXA-UAP ; BNP/AXA-UAP ; Suez-Lyonnaise/Saint-Gobain ; Saint-Gobain/Générale des Eaux.

Par les réseaux qu'elles forment, ces participations circulaires organisent le cœur financier français en systèmes d'alliances stratégiques. Depuis novembre 1996, l'ensemble fusionné AXA-UAP constitue une entité qui articule, par ses relations financières et son poids, les autres pôles du cœur financier. Celui-ci est désormais configuré autour des deux grands groupes multiservices français auprès des collectivités locales : d'un côté la Générale des Eaux, avec pour alliés principaux Alcatel et la Société Générale ; de l'autre Suez-Lyonnaise proche stratégiquement de la BNP et celle-ci d'ELF.

Toutefois le cercle du cœur financier est plus large que ce regroupement bipolaire. Si un groupe tel le Crédit Lyonnais est désormais évincé de toute relation structurante, en revanche le groupe Bouygues, tout en restant sous le contrôle de la famille (elle-même désormais liée au groupe Bolloré), affiche une proximité stratégique avec Suez-Lyonnaise ; quant au groupe Saint-Gobain, sa forte participation croisée avec la Générale des Eaux l'amène à occuper une position médiane entre les deux pôles ; enfin, il faut noter le changement d'orientation stratégique du groupe Albert Frères dont le système d'alliances le conduit progressivement à se rapprocher de Suez-Lyonnaise.

On serait incomplet si on ne soulignait pas la présence capitalistique de la Caisse des Dépôts au sein de ces groupes privés. Par le montant de sa participation qui est en moyenne de l'ordre de 4 à 5 %, la Caisse continue à jouer non seulement un rôle de régulation du marché boursier, mais remplit également une fonction de soutien réel aux capitaux nationaux par le seul poids de sa présence actionnariale.

Au total, le modèle français des noyaux durs bouclés semble encore bien ancré ; les participations circulaires, sous leurs deux formes, représen-

tent environ 20 % dans le capital des sociétés-mères ; quand on y ajoute les actions que détient la Caisse des Dépôts et celles possédées par le personnel, c'est en moyenne près de 30 % du capital de ces sociétés qui sont directement mobilisables pour une défense hypothétique ; de surcroît, il faut y adjoindre les droits de vote double, souvent attachés à une grande part de ces actions.

Cela représente-t-il pour autant un socle suffisant pour résister à des agressions externes ? Celui des AGF était de 25 % ; il n'a pas empêché le déclenchement de la plus grande OPA hostile qu'ait jamais connu le capitalisme français. Aucun « chevalier blanc » d'origine nationale n'a voulu ou n'a pu, ce qui est probablement plus symptomatique, se porter à son secours. Est-ce un tournant ?

## Une nouvelle donne

La présence des investisseurs étrangers à la bourse parisienne n'a fait que croître ces dernières années, sous l'effet de plusieurs facteurs : une réglementation plus ouverte, l'avènement du Marché unique, l'anticipation de la monnaie européenne, et enfin, plus généralement, la globalisation actuelle des marchés monétaires et financiers. Aujourd'hui cette part est devenue impressionnante : elle est passée de 10 à 35 % de la capitalisation boursière entre 1985 et 1997<sup>(1)</sup>. Dans certaines firmes cotées, la part de ces investisseurs dépassent les 50 % (comme chez ELF par exemple)<sup>(2)</sup>.

Mais le trait qui domine est probablement la montée dans le capital des firmes françaises, d'abord progressive, puis accélérée depuis quelques mois, des grands fonds de pension d'origine nord américaine ou de ceux qui les gèrent pour le compte de tiers.

- Les fonds de retraite se sont d'abord investis aux États-Unis et dans le reste du monde selon une logique de gestion particulière. Les organismes ayant pour métier de mutualiser l'épargne opèrent habituellement une gestion directe des fonds dont ils assument le risque. Il en résulte une gestion prudente, dite « indicielle », qui consiste à répartir de façon équilibrée les placements financiers sur les valeurs composant les indices de marché (ces fonds sont dits DB, Defined Benefits, ou encore dénommés « à prestations définies »). Par ailleurs ces organismes demandent aux firmes dans lesquelles elles investissent de respecter des principes ou des chartes de

---

(1) Voir le rapport de Philippe Camus (1998) : *Assurer l'avenir de la place financière de Paris dans la perspective de la Monnaie unique : les attentes des émetteurs*, Paris, Europlace, p. 11.

(2) On pourra trouver des données assez complètes dans le rapport que vient de publier la COB : *Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises*, 15 mars 1998.

gouvernement d'entreprise, faute de quoi les placements peuvent leur être retirés.

Cette première forme de gestion draine des volumes importants de ressources. On en trouve la traduction en France avec les placements d'un groupe comme Calpers. Ce fonds de pension est directement présent pour des montants significatifs dans toutes les sociétés du CAC 40, et par conséquent aussi dans les firmes du cœur financier, comme l'indique clairement le tableau ci-après.

- Sous l'impulsion de la déréglementation financière américaine, d'autres acteurs, des gestionnaires pour le compte de tiers, se sont imposés à partir du milieu des années quatre-vingt, et de façon beaucoup plus nette depuis la décennie quatre-vingt-dix. Ceux-ci gèrent de l'épargne déjà mutualisée (des fonds dits DC, Defined Contributions, ou encore dits « à cotisations définies »), sans en supporter le risque, car celui-ci est assumé directement par les apporteurs. En raison de la concurrence très vive entre collecteurs, la gestion de ces fonds est ici beaucoup plus agressive et plus ciblée en termes de présence actionnariale. Ces gestionnaires entrent en contact direct et régulier avec les dirigeants d'entreprise pour discuter des éléments fondamentaux de leur stratégie.

### Investisseurs étrangers et cœur financier français (septembre 1997)

*En pourcentage de capital détenu*

Groupes français	Fonds américains			Investisseurs étrangers
	Calpers	Fidelity	Templeton	
AGF	0,20	0,09	0,20	42,00
Alcatel-Alsthom	0,30	10,04	1,90	22,00
AXA-UAP	0,36	0,26	1,06	37,00
BNP	0,24	0,15	4,90	35,00
Bouygues	0,21	0,05	—	30,00
Canal +	0,20	1,31	—	37,30
ELF	0,26	0,43	2,10	51,00
Générale des Eaux	0,41	0,07	—	42,00
Havas	0,21	0,04	—	15,00
Paribas	0,21	0,18	—	38,00
Saint-Gobain	0,36	0,06	0,17	35,00
Société Générale	0,39	0,68	—	45,00
Suez-Lyonnaise	0,53	0,13	2,50	39,00
Total	0,33	5,14	1,50	50,00

Le tableau indique, pour deux de ces gestionnaires, le type de présence sur le marché parisien. Fidelity a engagé à la fois une gestion indicielle et une gestion ciblée ; la gestion ciblée concerne notamment Total (5,14 % du



capital) depuis décembre 1996 et Alcatel (10,04 %) depuis mars 1997. Les placements de Templeton sont pratiquement tous ciblés, en particulier sur ELF (2,1 %) depuis février 1997, et la BNP (4,9 %) depuis avril 1997. Templeton est ainsi devenu ces derniers mois le plus gros investisseur étranger en France ; ces parts dépassent également les 10 % du capital dans Péchiney et SCOR ; et plus de 5 % dans les firmes suivantes : les Galeries Lafayette, Marine-Wendel, Bailinvest, Bouygues Offshores, Fives-Lille et Géophysique.

Ainsi les fonds mutuels étrangers voient-ils leur poids s'accroître considérablement dans le capital des principales firmes françaises. Pour montrer leur influence, ils n'hésitent pas à agréger leurs participations de façon interne et externe. En interne, un gestionnaire comme Fidelity intervient, par exemple, grâce à 24 fonds porteurs dans le capital de Total qu'il peut homogénéiser à tout instant, notamment lors des votes en assemblées d'actionnaires. En externe, lorsqu'à leurs yeux la protection des intérêts minoritaires semblent menacée, ces fonds n'hésitent pas à unir leur force, comme on l'a vu encore récemment en France à propos d'Eramet, où l'État, pourtant majoritaire, a dû se soumettre devant l'action conjointe de plusieurs fonds de pension. N'est-il pas évident, nous dit-on, que les principes de gestion liés à la « shareholder value » doivent s'imposer à l'État comme à n'importe quel autre actionnaire ?

Certes, ces fonds mutuels n'ont pas cherché jusqu'à présent à renverser ou à contrôler les équipes dirigeantes en France, cependant leur influence est devenue grande. Celle-ci devient même un pouvoir de nuisance en raison de la menace permanente de retrait des capitaux qu'ils font peser sur les dirigeants d'entreprise ; menace qu'ils ont déjà pu exercer réellement (Eramet), ou qu'ils ont brandie de façon quasi occulte (chez Renault au moment de Vilvorde).

Face à ce pouvoir nord-américain grandissant, la restructuration particulièrement vigoureuse du secteur des assurances en Europe peut s'interpréter comme la première grande réaction d'investisseurs financiers pour atteindre une taille financière suffisante à une lutte à armes égales. AXA s'est uni avec l'UAP, le Crédit Suisse s'est rapproché de Winterthur, le groupe Zurich fusionne ses activités financières avec celles de BAT, Allianz a enclenché une prise de contrôle sur les AGF. Mais d'un autre côté, toujours dans le métier de la gestion des actifs, le secteur bancaire en France est loin d'avoir accompli le même chemin que celui des assurances. Aucune des banques françaises n'atteint aujourd'hui, en termes de capitalisation boursière, un standard vraiment international. Il faut s'attendre prochainement, dans ce secteur, à de très grands bouleversements.

Dans ce contexte radicalement nouveau, les groupes français sont les seuls parmi les grands groupes internationaux à subir un degré d'ouverture aussi grand de leur structure actionnariale. Les groupes britanniques ne sont pas dans cette situation, même par rapport aux investisseurs améri-



cains. Les firmes françaises sont ainsi particulièrement exposées et vulnérables aux chocs boursiers qui ont pour effet souvent de provoquer des surs réactions dans les mouvements de capitaux internationaux. Les effets de congruence psychologique que l'on observe habituellement de la part des ressortissants nationaux n'ont ainsi, en France, qu'une faible ampleur.

On comprend dans ces conditions que les chefs d'entreprise aient pour préoccupation la recherche d'une plus grande stabilité actionnariale. Certes l'actionnariat du personnel, ou des particuliers, est, dans cette perspective, indispensable. La présence de la Caisse des Dépôts apparaît également comme un facteur supplémentaire favorable. Mais cela n'est plus aujourd'hui suffisant. Cette situation est vécue comme un véritable handicap concurrentiel par les dirigeants. Exemple de cet handicap, la volatilité plus forte de leur titre. Dans ces conditions, on comprend que la création d'un système de fonds de retraite, par capitalisation, apparaisse à leurs yeux comme un élément de réponse supplémentaire et indispensable à cette situation entièrement nouvelle. Face au délitement actuel du système des participations croisées, n'y a-t-il pas dans cette épargne placée à très long terme un moyen de substitution évident ?

Dans ce jeu planétaire des intérêts et des acteurs, les pouvoirs publics doivent bien évidemment demeurer vigilants et contribuer à fixer de nouvelles règles du jeu. En se lançant dans un projet de fonds de pension « à la française », le danger pourrait devenir rapidement celui d'une logique de financiarisation, exacerbée, à l'américaine comme on l'observe aujourd'hui avec les « Mutuals Funds » ; ceux-ci se livrent une concurrence féroce pour collecter la ressource et bâtissent leur crédibilité de gestion sur des rendements financiers qu'ils espèrent les plus élevés possibles. Pour éviter ce danger, il conviendrait de préciser minutieusement les règles de gestion pour que les fonds créés ne se transforment à leur tour en grands prédateurs d'entreprises par des exigences de valorisation excessives. Sur ces questions, l'État est confronté aujourd'hui, dans l'urgence, à un problème qui ressort directement de sa responsabilité.

On ne s'étendra pas ici sur la réforme nécessaire du système de retraite et de l'ampleur des questions à résoudre : que le dispositif retenu repose soit sur un provisionnement du système de répartition<sup>(3)</sup>, soit sur des fonds salariaux d'entreprise<sup>(4)</sup>, soit encore sur un système mixte des systèmes précédents, il devra s'imposer obligatoirement à l'ensemble des acteurs (saliés, entreprises, travailleurs non salariés). Deux points seront, dans cette perspective, essentiels : la définition d'un plan d'investissement négocié et la délégation de gestion qui doit être la plus complète possible.

---

(3) Voir Olivier Davanne : *Éléments d'analyse sur le système de retraite français*.

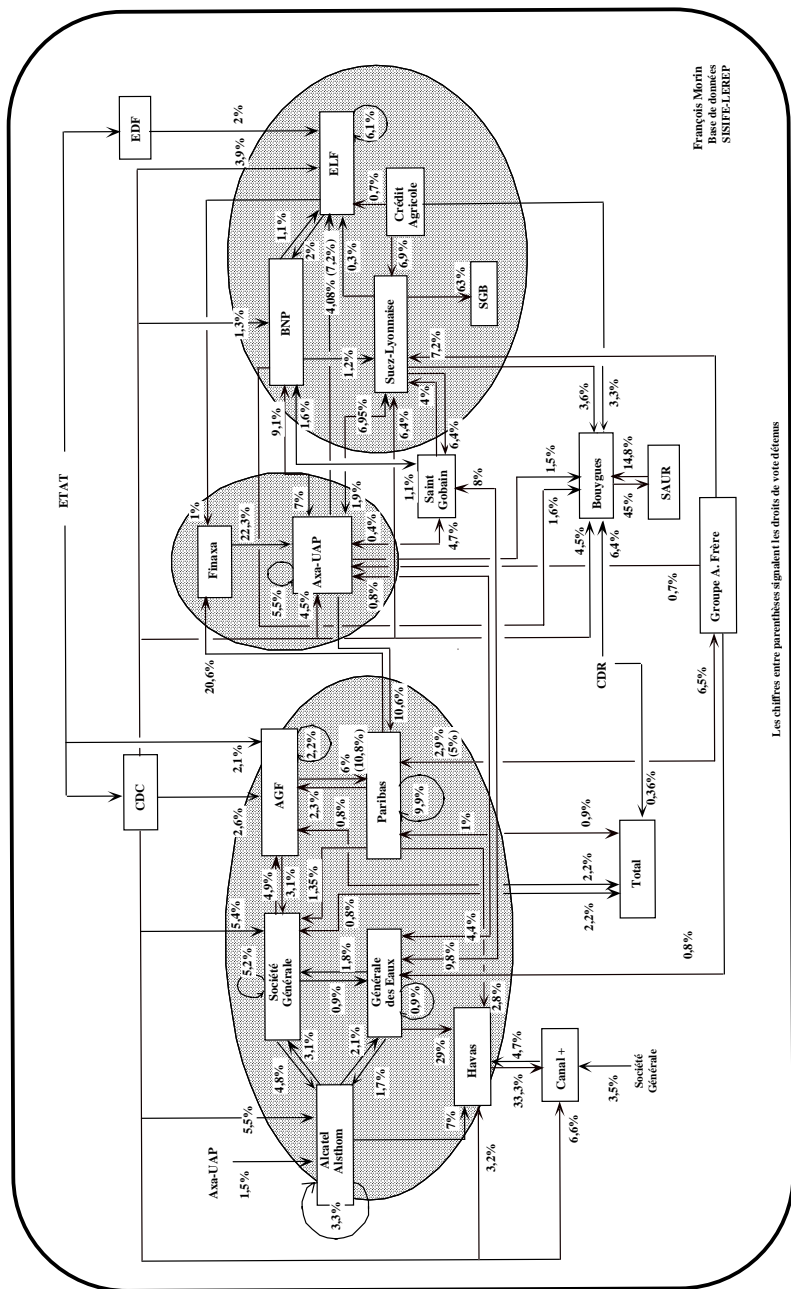
(4) Voir également Jean-Hervé Lorenzi : *Consolider la retraite en respectant un nouvel équilibre : rendement-efficacité économique-mutualisation des risques-équité sociale*.

Pour des raisons de crédibilité sociale, le plan d'investissement devra faire l'objet d'une négociation collective (interprofessionnelle et/ou d'entreprises), qu'il s'agisse aussi bien de sa mise en place, que de ses orientations générales ou de son suivi. Pour des raisons de crédibilité économique ensuite, la délégation de gestion, de son côté, devra être totale, systématique et ouverte à l'ensemble des acteurs susceptibles de gérer techniquement de l'épargne à très long terme. Ainsi, par son caractère à la fois légal et négocié, ce système de retraite répondra-t-il à des objectifs d'efficacité économique et sociale tout en servant également de nouveau support institutionnel au placement d'une épargne longue dans les entreprises.

## Références bibliographiques

- Bissara P. (1997) : *L'identification des actionnaires des sociétés cotées*, (sous la présidence de), Rapport à l'ANSA (Association Nationale des Sociétés Par Actions).
- Camus P. (1998) : *Assurer l'avenir de la place financière de Paris dans la perspective de la Monnaie unique : les attentes des émetteurs*, (sous la présidence de), Rapport du groupe de travail à Europlace, 1998.
- COB (1998) : *Les critères d'investissements des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises*, 15 mars.
- Davanne O. et T. Pujol (1997) : « Le débat sur les retraites : capitalisation contre répartition » et « Analyse économique de la retraite par répartition », *Revue Française d'Économie*, vol. XII, 1997.
- Esambert B. (1998) : *Le rachat par les sociétés de leurs propres actions*, (sous la présidence de), Rapport du Groupe de travail à la COB, janvier.
- Kessler D. (1997) : « Fonds de pension et régimes de retraite par répartition », *Encyclopédie de l'Assurance*, Economica.
- Marini P. (1996) : *La modernisation du droit des sociétés*, La Documentation française, 1996
- OCDE (1994) : « Pension Fund Investment from Aging to Emerging Markets », *OECD Development Centre Policy Brief*, n° 9.
- Pébereau M. (1995) : *Le capitalisme français du XXI<sup>e</sup> siècle*, (sous la présidence de), Rapport à l'Institut de l'Entreprise, avril.
- Viénot M. (1995) : *Le Conseil d'administration des sociétés cotées*, (sous la présidence de), Rapport du groupe de travail CNPF-AFEP, juillet.

## Le cœur financier français (septembre 1997)





# Commentaire

**Jean-Michel Charpin**

*Commissaire au Plan*

L'avenir des systèmes des retraites n'est pas un sujet comme les autres. Au-delà de ses aspects économiques et financiers, il est au cœur du pacte social. Son traitement nécessite un large débat public et une concertation sociale approfondie. Le rôle des économistes, à mon sens, est d'éclairer les perspectives et les enjeux, de réunir les éléments du débat, de préparer la pédagogie indispensable. C'est dans cet esprit que je commenterai les documents soumis à notre discussion.

Avant de formuler mes remarques, une observation générale me paraît nécessaire : les trois rapports parlent trop de finance et pas assez d'économie réelle, trop de risque boursier et pas assez de risque inflationniste. Elle me paraît nécessaire pour trois raisons :

- Le problème à résoudre trouve sa source dans une évolution réelle, presque physique. Il s'agit au départ d'un problème d'effectifs comparés entre la population des actifs et celle des inactifs. D'ailleurs, une partie de la solution sera probablement trouvée directement à ce niveau. Ce problème paraît *a priori* insoluble sans des changements significatifs dans les niveaux de vie respectifs de ces deux populations ou dans les quantités de biens et services rendues disponibles par la production ou l'importation.

- C'est dans l'économie réelle que se situe la véritable difficulté. La finance sait transférer dans le temps des créances nominales. Il ne resterait alors à résoudre que des questions de mutualisation. Mais la finance ne sait pas transférer dans le temps des créances réelles. Elle est incapable

d'annoncer à l'avance la valeur réelle future des créances qu'elle transfère. Celle-ci dépend de l'évolution de l'économie réelle.

- Historiquement, un problème récurrent a été la ruine des détenteurs de portefeuilles à revenu fixe, des « rentiers », par l'inflation. Plusieurs ingrédients d'une telle configuration seront réunis dans vingt ans : de probables pénuries de main-d'œuvre, de nombreux consommateurs inactifs, habitués à un niveau de vie élevé, que de multiples dispositifs plus ou moins astucieux auront doté de montants importants de créances nominales.

Cette observation générale me conduit à rappeler une évidence : *le niveau général des prix est endogène*. En conséquence, il est indispensable de se contraindre à la discipline suivante : pour chacun des dispositifs envisagés, il faut expliciter comment il engendrera, par la production ou l'importation, une quantité supplémentaire de biens et services. Rien ne serait plus léger que de mettre sur pied des dispositifs qui ne créeraient que de la créance nominale, sans contrepartie réelle, et qui prépareraient ainsi le choc inflationniste des années 2015-2020.

En plus de cette observation générale, je formulerai quatre remarques sur les documents présentés.

## **Les rendements comparés de la répartition et de la capitalisation**

Les deux systèmes sont-ils équivalents ou pas ? Quelles sont les conditions pour que la capitalisation ait un rendement supérieur à la répartition ? Le rapport d'Olivier Davanne traite ce problème de façon approfondie, et je me situe non en opposition, mais en complément par rapport à ses analyses. Il s'agit de préciser le sens de sa phrase « Un système fonctionnant en répartition pure (...) n'est pas compétitif ». Ce jugement est fondé sur les rendements réels des marchés financiers tels qu'ils ont été observés dans le passé. Mais cet argument n'est pas suffisant. D'une part, il n'est pas certain que l'écart entre le rendement réel des marchés financiers et le taux de croissance restera aussi élevé à l'avenir. D'autre part, il faut expliquer d'où proviendront les suppléments de biens et services. Il serait trompeur de laisser entendre qu'ils découlent naturellement, voire magiquement, de l'adoption du principe de capitalisation.

Ce qui fait la différence entre la répartition et la capitalisation, ce qui explique leur non-équivalence, c'est la *quantité ou la qualité de l'épargne*, quantité supérieure si l'y a plus d'incitations à épargner, qualité supérieure si l'épargne est plus longue, plus risquée, contenant notamment une plus forte proportion d'actions, plus diversifiée, en particulier plus largement investie dans des pays à fort dynamisme démographique.

## La répartition provisionnée

Olivier Davanne apporte un soutien puissant à ce dispositif, quelquefois appelé aussi « répartition différée ». La question est de savoir dans quelles conditions il permet d'obtenir un supplément d'épargne. Il s'interroge, et indique lui-même le risque que les actifs n'y voient qu'« une hausse de prélèvements obligatoires sans véritable contrepartie ». Il y a là un *problème sérieux d'incitation individuelle*. En cas de mauvaise pédagogie et de réactions négatives des ménages, un tel dispositif peut totalement échouer. C'est pourquoi, si la décision est prise de s'engager dans cette voie, il faudra être très attentif aux modalités du dispositif, notamment aux périmètres de mise en œuvre, de façon à renforcer les motivations à l'épargne. Il est douteux qu'il puisse utilement fonctionner à l'échelle de collectivités trop larges.

## La notion de risque

Le rapport de Jean-Hervé Lorenzi énonce que « les placements en titres à revenu fixe sont garants de la stabilité des rentes servies » et ajoute que « l'épargne retraite requiert une gestion à dominante sécuritaire, comme c'est le cas dans les compagnies d'assurance actuellement, où la part des actions dépasse rarement les 20 % ». Ces affirmations sont doublement problématiques. D'abord, si l'investissement est réalisé principalement sous forme obligataire, la différence de rendement par rapport à la répartition en sera affectée. Aussi bien logiquement qu'en constatation statistique sur longue période, l'écart entre le rendement réel des obligations et le taux de croissance de l'économie n'est pas significatif. Mais surtout, si l'inflation est considérée comme un risque sérieux, *le placement à taux fixe n'apporte aucune sécurité*. Aujourd'hui les taux d'intérêt à trente ans avoisinent 5,5 %. Si l'inflation repart dans quinze ou vingt ans, il en résultera une dévalorisation du portefeuille.

En sens inverse, il ne me paraît pas excessivement risqué d'accepter une indexation des droits sur le niveau général des prix ou sur le salaire net, à condition que les garanties de performance soient faibles. Évidemment, une telle option limitera fortement la part des titres à taux fixe dans l'actif des fonds, mais ceci m'apparaît comme une configuration plus favorable, à la fois en termes de rendement et en termes de « résilience » face à d'éventuelles tensions inflationnistes. Contrairement à la « loi Thomas » et à ce que suggère Jean-Hervé Lorenzi, il n'est nul besoin de contraindre par un plafond le placement en obligations ou de favoriser l'investissement en actions. Si l'horizon est long, si les prestations sont indexées, si les garanties de performance sont suffisamment faibles, les gestionnaires actif-passif arriveront d'eux-mêmes à la conclusion qu'il est de leur intérêt d'investir en actions une forte proportion du portefeuille.

## Les fonds de pension

L'arrivée des fonds de pension étrangers dans l'actionnariat des grandes entreprises françaises constitue un changement de grande portée. C'est ce qu'affirme avec raison le rapport de François Morin, même si je le trouve exagérément défensif.

Leur approche du risque, ou du couple rendement-risque, est différente de celle d'autres actionnaires. Comme ils peuvent jouer sur la diversification, ils ne sont guère gênés par la volatilité des résultats, dès lors qu'ils peuvent la gérer. L'important pour eux, c'est d'abord d'obtenir de la création de valeur, à travers un rendement maximum. C'est aussi d'être bien informés des causes potentielles de la variabilité des résultats pour pouvoir en tenir compte dans l'optimisation de leur allocation.

Une étude récente de la COB (Bulletin de la COB, n° 322, mars 1998) a passé en revue les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises. Elle a fait apparaître que ces fonds ne cherchent pas à « dicter leur stratégie aux chefs d'entreprise », comme le craint François Morin, ni *a fortiori* à s'immiscer dans leur gestion, que leurs exigences (transparence, gouvernement d'entreprise, droits des minoritaires) ont des aspects positifs et que les sujets traditionnels de critique ou d'inquiétude (court termisme, ignorance de l'« intérêt social ») sont quelque peu exagérés.

Les fonds de pension étrangers ont pris une grande importance pour la raison majeure que la place était libre. Dans ces conditions, il est probablement contre-productif de les ignorer comme de les craindre. Les grandes entreprises françaises se sont déjà largement adaptées à leur présence. En ce qui concerne les politiques publiques, l'objectif doit être, à mon sens, de favoriser l'apparition de structures permettant de jouer leur rôle, c'est-à-dire de rassembler de l'épargne à risque, susceptible de se placer en fonds propres, dans les grandes entreprises, dans les PME, et aussi dans les entreprises nouvellement créées.



# Commentaire

**Béatrice Majnoni d'Intignano**

*Professeur à l'Université de Paris XII*

Les trois rapports laissent de côté les postulats idéologiques et les positions dictées par des conflits d'intérêts, pour se concentrer sur les arguments théoriques, les faits démographiques irréfutables, les critères de jugement, les risques... À ce titre, ils constitueront une base saine pour présenter les réformes nécessaires en France. Quatre questions méritent discussion.

## La question de l'âge de la retraite

C'est le débat des années à venir. Elle est liée à celle des taux d'activité, essentielle, et pourtant à peine abordée. L'âge effectif de la retraite détermine en effet le rapport démographique entre cotisants et retraités et les relations entre les générations ou entre les catégories sociales et les sexes. Jusqu'à quel horizon peut-on considérer le taux d'activité comme donné ? La France présente à la fois le plus faible taux d'activité avant 25 ans et après 55, et la plus forte réduction de l'activité aux âges élevés. Il en résulte quatre conséquences :

- La durée moyenne de cotisation des générations actives actuelles atteindra de plus en plus difficilement l'objectif des quarante années nécessaires pour obtenir une pension complète, selon la réforme de 1993. Soit les pensions baisseront, soit les intéressés chercheront à repousser l'âge de leur retraite. L'âge modal diffère d'ailleurs déjà entre les hommes (60 ans) et les femmes (65 ans), pour cette raison.

- L'espérance de vie à l'âge de la retraite diffère aussi entre les catégories sociales (18 ans pour les manœuvres à 22 ans pour les cadres) et entre les sexes (19 ans pour les hommes à 24 ans pour les femmes). Il en résulte une inégalité de rendement, lequel est plus faible pour les moins favorisés, dont la durée de retraite est inférieure. Le taux de remplacement, plus bas pour les mieux rémunérés, compense en partie cette inégalité, mais pas complètement. Ainsi le rendement de la retraite des femmes est-il plus élevé (4,5 % pour la génération des années 1930) que celui des retraites masculines (3,8 %), parce que leur retraite dure plus longtemps ; les avantages « non contributifs » accordés (pour maternité notamment) jouant aussi. Cet avantage s'atténue, mais subsiste. Il montre comment les différences d'espérance de vie agissent sur la rentabilité des régimes, à législation constante. Ces différences constituent à la fois une inégalité croissante et une charge financière puisque l'espérance de vie des catégories les plus favorisées augmente plus vite.

Bien que la jurisprudence européenne en refuse aujourd'hui le principe, ne faut-il pas envisager de moduler l'âge de la retraite selon l'espérance de vie à l'avenir ? Un critère juste serait une « espérance de durée de retraite » égale entre les catégories sociales et entre les sexes, qui conduirait à allonger la durée de cotisation des professions à longue vie et des femmes.

- Faut-il renoncer à repousser l'âge de la retraite ? Alors que beaucoup de pays le repoussent à 65, voire 67 ans (États-Unis pour la génération 1960, Danemark), l'âge effectif de départ ne cesse de diminuer en France. Le hiatus entre l'âge rêvé de la retraite pour un Français, 55 ans, et l'âge futur de la retraite accepté par un Américain ou un Danois devient important : douze à quinze ans. Un espace de vie de plus en plus long se dessine en France entre activité et vieillesse effective. Plus il augmente, plus le nombre de cotisants diminue, et plus le nombre de retraités augmente. Ne faudra-t-il pas offrir une formule de « retraite à temps partiel » au cours de cette période, plus faible, incitant à la fois à repousser l'âge de la retraite ou à chercher une activité nouvelle ?

- Cotisera-t-on en nature ? On pourrait proposer de verser une partie des cotisations en nature, sous forme de travail dans des associations, de garde d'enfants ou de personnes dépendantes, de tutorat... Cette formule conviendrait aux chômeurs ou aux travailleurs intérimaires, aux femmes, aux préretraités qui souhaitent, sans y parvenir, augmenter leurs droits à la retraite... Elle n'est pas dénuée d'intérêt dans la mesure où le besoin de travail social ou éducatif croît avec l'allongement de la vie, avec la diminution du pouvoir d'achat des prestations familiales et avec le dénuement de certains enfants.

## La question des « déficits »

Les déficits des régimes de retraite, si souvent évoqués, sont virtuels. Dans trente ou quarante ans, une double incertitude devra être levée :

- le niveau du PIB ;
- sa répartition entre actifs et inactifs.

Qu'elle soit financée sous forme de cotisations, d'impôts ou d'épargne, la charge imposée aux actifs sera définie par la situation économique réelle. Et, aux cotisations de retraite, il faudra ajouter, du fait du vieillissement, une augmentation d'environ 40 % de celles destinées à la maladie. Confrontés à une charge trop lourde, les actifs de demain ne manqueraient pas de stratégies de dévalorisation des droits acquis par les retraités : inflation, délocalisation, dévaluation des patrimoines... Soit les pensions baisseront, soit les cotisations augmenteront, soit l'âge de la retraite sera reculé, soit une combinaison des trois prévaudra. Quelle contrepartie les actifs exigent-ils des inactifs dans une économie où la proportion des actifs (au sens strict) ne cesse de diminuer ? Comment les retraités réagiront-ils à la baisse inéluctable de leurs pensions ? Peut-on continuer à s'engager à long terme vers une société où une part croissante de la population échappe au secteur productif ?

## La question des règles d'ajustement

Compte tenu de l'incertitude quant à la valeur des paramètres (taux d'activité après 55 ans, taux de croissance, hausse des salaires), il importe de fixer des règles d'ajustement à la fois justes, et robustes ou souples. Comme cela se pratique pour la politique monétaire, ces règles gagneraient à devenir transparentes et lisibles par les intéressés. Ce que les marchés obtiennent des Banques centrales devrait être fourni aux citoyens confrontés à la gestion de leur cycle de vie.

Par exemple, aligner la réévaluation des pensions du secteur privé et public sur les « salaires nets de cotisations ». L'indexation sur les prix introduite par la réforme de 1993 donne actuellement des résultats financiers et éthiques satisfaisants, dans la mesure où les salaires nets de cotisations restent stables depuis 1982, mais c'est un hasard. À l'avenir, il pourrait en résulter un décalage important entre le niveau de vie des actifs et des inactifs. La nouvelle règle devrait s'appliquer aux régimes privés et aux régimes spéciaux. Elle présente l'avantage de la simplicité et de la justice sociale. Elle permettrait de préparer la réforme du secteur public, à engager d'urgence, pour des raisons tant de justice sociale que financières.

## La question de la « répartition provisionnée »

Des fonds de capitalisation dans les régimes de répartition pourraient contribuer à faire émerger une forme « d'actionnariat populaire », à redresser la répartition de la valeur ajoutée au profit des travailleurs et à augmenter la croissance ou l'emploi. La question essentielle ne me paraît pas celle du niveau d'épargne, la plus souvent évoquée, mais celle de la nature de l'investissement qui en résulterait. Par définition, si ces fonds doivent rechercher une plus forte rentabilité, ils seront fortement investis en actions.

Or, le capitalisme français, plus que d'insuffisance d'épargne, souffre du manque de d'appétit des épargnants pour le risque, de l'insuffisance de fonds propres des PME, du nombre déclinant de créations d'entreprises, d'une rentabilité faible, mais surtout de « l'effet d'éviction » des entreprises grandes et/ou publiques, à l'égard des petites. Cette éviction ralentit le « déversement » des emplois et la croissance (destruction-crédation d'emploi au sens de Schumpeter et Sauvy). Si la France avait autant d'entreprises cotées que l'Amérique, compte tenu des dimensions, elle en compterait 1 640 au lieu de 700. La dynamique des fonds de pension américains peut séduire. En détenant 25 % des actions, ces fonds complètent l'actionnariat direct (50 %), et permettent aux ménages américains de détenir 75 % des actions ou parts. En exigeant une forte rentabilité, en contrôlant les dirigeants, en investissant en capital-risque (5 % de leurs fonds) ou sur le NASDAQ, ils ont contribué à l'enrichissement des salariés ainsi qu'à la diminution des cotisations nécessaires pour assurer leur avenir, en même temps qu'ils ont contribué au dynamisme des États-Unis.

Des fonds de capitalisation adossés aux régimes des base ou complémentaires pourraient-ils jouer ce rôle en France ? Deux questions essentielles se posent :

- qui les gèrerait ;
- comment placeraient-ils les fonds collectés ?

Les partenaires sociaux et les syndicats ont fait preuve de myopie depuis une dizaine d'années, en optant pour le statu quo, alors que le problème démographique était connu de longue date. Sauraient-ils se tourner demain vers l'avenir ? En particulier, comment arbitreraient-ils dans l'inéluctable conflit d'intérêt entre les emplois d'aujourd'hui et ceux de demain ? La tentation de placer les fonds dans de grandes entreprises où la générosité des avantages sociaux prime sur la rentabilité l'emporterait-elle sur la volonté de financer les créateurs d'entreprises et de valeur ajoutée et de leur permettre de réaliser leur plus-value sur les marchés ?

Les fonds envisagés contribueraient-ils à accélérer le déversement ou continueraient-ils à le ralentir ? Quelques ordres de grandeur frappent. Les 45 à 50 milliards dont ces fonds seraient dotés chaque année correspondent aux pertes moyennes annuelles de valeur des entreprises publiques

depuis 1990. Si ces fonds devaient servir à continuer dans cette voie, ils seraient perdus. Le dixième de cette somme correspond aussi au montant annuel du capital-risque collecté en France chaque année, qui pourrait ainsi se trouver démultiplié.

Ces fonds devraient donc être gérés par des professionnels (banques, assurances), voués à la rentabilité, et orientés en partie significative vers les PME, le capital-risque ou les marchés seconds. Cette orientation semble aujourd'hui leur principale raison d'être. La réglementation joue un rôle déterminant en la matière, comme le montre la comparaison Europe-États-Unis.



## *Présentation des compléments et annexes*

**Laurent Caussat**

*Conseil d'Analyse Économique*

Les documents qui suivent visent à rendre compte des principaux arguments économiques qui s'échangent dans le débat sur les retraites, ainsi qu'à restituer les données institutionnelles, démographiques et fiscales qui déterminent le contexte dans lequel est appelé à évoluer le système de retraite français au cours des prochaines années. Ils se composent de deux compléments et de cinq annexes.

Le premier complément, dû à Didier Blanchet, porte sur les éléments d'analyse économique susceptibles de déterminer les places à réserver respectivement à la retraite par répartition et à la retraite préfinancée, et sur les rôles à assigner au système public d'assurance vieillesse et au marché dans le contexte de la dégradation rapide des facteurs démographiques des régimes de retraite. Didier Blanchet précise les termes du choix du dosage optimal entre capitalisation et répartition. En régime stationnaire, il peut être intéressant de développer la capitalisation lorsque l'économie est sous-capitalisée, ce qui paraît être le cas en France. Cette extension de la capitalisation n'est cependant pas sans limite, sauf à entrer dans des régimes non optimaux de suraccumulation, dans lesquels l'abondance du capital accumulé jointe à la diminution de la main-d'œuvre exige un effort d'épargne très important dans l'économie, et réduit de ce fait la part du revenu disponible à affecter à la consommation. Par ailleurs, le développement de la capitalisation ne constitue pas une réponse adaptée en cas de chocs démographiques qui portent principalement non sur la fécondité et les ressources en main d'œuvre, mais sur la longévité. Enfin, toute augmentation des

provisions pour les retraites futures, si elle peut améliorer le niveau de vie des générations à venir, dégrade nécessairement celui des générations présentes. Au total, Didier Blanchet formule un jugement modérément favorable à l'extension de la capitalisation, en retenant en dernière instance un argument de précaution des générations actuelles qui peuvent juger prudent de se prémunir contre un refus des générations futures d'assumer leurs obligations, en diversifiant davantage leurs droits à retraite entre droits ouverts dans les régimes obligatoires par répartition et épargne accumulée en vue de la retraite.

Le second complément est constitué du texte d'une communication présentée au début de l'année 1998 par Peter Diamond lors d'une conférence sur la réforme des régimes de retraite. La dégradation des structures démographiques des régimes de retraite va concerner, quoique dans des proportions variables et dans des contextes institutionnels fort différents, l'ensemble des pays développés, et il peut dès lors être utile de jeter un regard sur les termes dans lesquels les principaux partenaires économiques de la France abordent la question de l'ajustement à long terme du système de retraite. Le texte de Peter Diamond constitue une synthèse des débats relatifs à l'évolution du régime de retraite obligatoire de base aux États-Unis, dans le contexte de la proposition avancée récemment par le Président Clinton d'affecter au provisionnement des retraites futures les excédents à venir du budget de l'État fédéral. On y retrouve les thèmes exposés dans le document de Didier Blanchet, mais en outre un grand nombre de questions d'ordre microéconomique, telles que les problèmes qui naissent de l'imperfection des marchés de rentes viagères ou les problèmes de « gouvernance » des réserves publiques. Au total, Peter Diamond affirme sa préférence en faveur de régimes de retraite à prestations définies, ce qui rejoint l'idée de « répartition provisionnée » défendue par Olivier Davanne.

Les cinq annexes dressent l'état des lieux de la législation des retraites et d'épargne en vue de la retraite en France, rappellent les données issues des projections démographiques et financières des régimes de retraite, et apportent des éléments complémentaires de réflexion sur le rôle des fonds de pension dans le financement des économies anglo-saxonnes. En premier lieu, une note de la Direction de la Sécurité sociale expose l'organisation institutionnelle du système de retraite français. Elle montre l'éclatement de ce système, notamment de son étage de base qui comporte une vingtaine de régimes environ. Ceci tient à la logique socioprofessionnelle qui a prévalu lors de la création de la Sécurité sociale en 1945, en raison du refus, pour des raisons opposées, des salariés du secteur public et des non salariés d'une couverture vieillesse universelle et uniforme. S'ajoutant à la complexité des liaisons financières qui relient les régimes de retraite entre eux — notamment du fait des mécanismes de compensation démographique — et avec le budget de l'État, cet éclatement constitue sans nul doute un handicap pour le pilotage global du système de retraite, qu'il faut avoir présent



à l'esprit dans l'élaboration de scénarios d'ajustement des régimes de retraite aux changements de régime démographique.

L'annexe rédigée par Catherine Zaidman (Direction de la Sécurité sociale) traduit l'impact des tendances démographiques sur les perspectives financières du système de retraite à l'horizon 2015-2020. Elle actualise les informations publiées en 1995 dans le rapport « Perspectives à long terme des retraites » du Commissariat Général du Plan, en améliorant la prise en compte de l'incidence des décisions prises en 1993 et en intégrant l'impact des accords intervenus en 1996 dans les régimes interprofessionnels de retraite complémentaire des salariés (AGIRC pour les cadres et ARRCO pour les non cadres). Ces perspectives font apparaître un équilibre approximatif des comptes des régimes de retraite des salariés du secteur privé jusqu'en 2005-2010. Dans le régime général, l'ensemble des mesures décidées en 1993 — indexation des pensions sur les prix, allongement progressif à 160 trimestres de la durée d'assurance requise pour obtenir une pension à « taux plein », passage à une référence de salaire moins favorable, égale au salaire moyen des vingt-cinq meilleures années, création d'un Fonds de solidarité vieillesse qui prend en charge certaines dépenses relevant de la solidarité nationale — réduirait de 30 % les dépenses du régime général par rapport à un scénario sans réforme, et à elle seule l'indexation des pensions sur les prix contribuerait pour 60 % à ces économies. Toutefois, au-delà d'une dizaine d'années, ces régimes devraient connaître une dégradation importante de leur situation financière : ainsi, le besoin de financement du régime général de la Sécurité sociale atteindrait l'équivalent de quatre points de cotisation environ. La situation des régimes spéciaux de retraite, notamment ceux des salariés des trois fonctions publiques, dans lesquels aucune mesure d'ajustement n'a encore été mise en œuvre, se dégraderait plus rapidement et de façon plus importante. Au total, pour l'ensemble du système de retraite, la perspective d'un doublement des taux de cotisation requis par l'équilibre financier d'ici au milieu du XXI<sup>e</sup> siècle en cas d'évolution « au fil de l'eau », qu'avait évoquée en son temps à titre d'hypothèse *le Livre blanc sur les retraites*, reste plausible malgré les mesures prises récemment.

L'impact à long terme des changements démographiques sur le système de retraite français est le sujet traité dans l'annexe de Pierre Ralle (INSEE). Celui-ci rappelle tout d'abord les principaux paramètres à l'œuvre dans la dégradation future des comptes des régimes de retraite : si l'on retient pour hypothèse de référence le maintien durable de l'indicateur de fécondité autour de 1,8 enfant par femme, le ratio population âgée de 60 ans ou plus/population âgée de 20 à 59 ans est appelé à doubler d'ici à 2040 (pour passer de 36 à 75 % environ), sous l'effet de l'allongement continu de l'espérance de vie. Une reprise de la fécondité n'aurait que des effets limités : en cas de remontée de l'indicateur de fécondité à 2,1 enfants par femme, le ratio précédent s'élèverait néanmoins à 65 % en 2040. L'évolution des taux d'activité — poursuite de la hausse de l'activité féminine, réduction

des taux d'activité aux âges jeunes et élevés — devrait au total être relativement neutre : dans ces conditions, la population active continuerait à croître jusqu'en 2005, pour décroître ensuite et retrouver en 2040 son niveau actuel. À ces tendances démographiques qui pèsent sur le nombre de retraites versées — lequel a progressé de près de 3 % par an en francs constants au cours des dix dernières années — s'ajoute l'évolution de la pension moyenne par retraité qui progresse quant à elle de 1 % par an en francs constants sous l'effet de l'allongement des carrières validées par les personnes qui partent aujourd'hui en retraite.

L'annexe de Pierre Ralle propose une évaluation des effets individuels de l'allongement de la durée d'assurance et de la modification du salaire de référence décidés en 1993 dans le régime général et les régimes alignés sur lui, à l'aide d'une méthode de microsimulation. Selon ces calculs, un tiers environ des salariés du secteur privé appartenant à la génération soixante devraient reporter l'âge de leur départ en retraite, et 10 % d'entre eux supporteront un allongement maximal, soit dix trimestres. Par ailleurs, les nouvelles règles de calcul des pensions (hors impact de l'indexation sur les prix), tendraient à réduire de 6 % le montant moyen des pensions, l'effet étant cependant plus important sur les pensions des salariés aux carrières courtes pour lesquels la sélection des vingt-cinq meilleures années conduit facilement à prendre en compte les premières années de carrière, généralement faiblement rémunérées.

Au-delà de la législation d'assurance vieillesse et des données démographiques, et dans la perspective évoquée dans le rapport de Jean-Hervé Lorenzi d'une remise en ordre des dispositifs de retraite supplémentaire facultative et de l'épargne salariale, il convient de tenir compte de l'existant dans le domaine de l'épargne en vue de la retraite. Le dossier constitué par Jean-Marc Aubert et Agnès Plassart (Direction de la Prévision) fait l'inventaire des divers supports de retraite supplémentaire privée aujourd'hui disponibles. De cet état des lieux se dégagent plusieurs conclusions : l'étroitesse de la retraite supplémentaire privée (15 milliards de francs environ à comparer aux 1 000 milliards versés par les régimes obligatoires) ; la diversité des dispositifs, en ce qui concerne tant le mode de gestion (assurances, mutuelles, institutions de prévoyance) que le traitement fiscal (déductibilité à l'entrée ou à la sortie selon les cas) ; diversité encore accrue si l'on considère le voisinage de la retraite supplémentaire avec les autres formes d'épargne salariale (participation, plan d'épargne d'entreprise). De nombreux problèmes restent à résoudre si l'on souhaite rendre ces dispositifs plus attractifs : ainsi, si les règles d'exonération fiscale et sociale sont globalement incitatives, elles restent pénalisantes pour les très hauts salaires ; la « portabilité » de ces dispositifs, c'est-à-dire la préservation des droits des salariés en cas de changement d'entreprise, n'est garantie que lorsque les engagements futurs sont exactement provisionnés, ce qui n'est pas le cas dans les régimes « à prestations définies ».

L'un des points principaux du débat sur l'avenir du système de retraite, tel qu'il ressort des rapports d'Olivier Davanne et Jean-Hervé Lorenzi, porte sur le choix du mode d'organisation, public au moyen de réserves dans les régimes par répartition ou privé par recours direct aux marchés financiers et d'assurance, du préfinancement d'une partie des charges futures de retraite. Il s'agit de déterminer lequel des deux modes de constitution de provisions garantit au mieux leur gestion dans l'intérêt des retraités. Un soupçon d'utilisation opportuniste des réserves de retraite pèse tant sur les gestionnaires publics — qui pourraient les mobiliser à des fins de financement des déficits publics — que sur les opérateurs privés, que la concurrence sur les marchés financiers pourrait conduire à des comportements de gestion « court termiste » moins favorables pour l'économie que des stratégies d'investissement à moyen terme dans le capital des entreprises. Telle est la thèse défendue par François Morin dans son rapport. L'annexe rédigée par Dominique Bureau, Françoise Maurel et Nadine Mouy revient sur cette question, et exprime un jugement nuancé sur le rôle des fonds de pension. Aux États-Unis, ceux-ci ont incontestablement contribué à améliorer le pouvoir des actionnaires minoritaires sur les stratégies des dirigeants, dans le sens d'un gouvernement d'entreprise plus transparent. Ils ont également joué un rôle majeur dans le financement de l'innovation, et à cet égard, pour des raisons de proximité, la présence de fonds de pension français pourrait permettre de faciliter le financement des petites entreprises porteuses d'investissements d'innovation.



*Complément*

## **Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux<sup>(1)</sup>**

**Didier Blanchet**

*Directeur de l'ENSAE*

Si on examine l'historique du débat répartition-capitalisation, on peut approximativement y repérer quatre catégories d'arguments successifs :

- Dans un premier temps, la discussion s'est d'abord portée sur la résistance des deux techniques de financement aux chocs démographiques, la capitalisation semblant *a priori* moins sensible à ces chocs. À la limite, l'idée a pu exister qu'elle permettrait d'échapper totalement au coût du vieillissement. Cet argument est inexact et il a été assez rapidement écarté.

- La défense de la capitalisation a alors mis en avant un autre élément, à savoir le fait que, à démographie donnée, elle présenterait un meilleur rendement à long terme et constituerait donc un système globalement plus efficace. Cet argumentaire est à relier à la thèse d'un déficit d'épargne : c'est ce déficit qui expliquerait des rendements élevés pour le capital, et la capitalisation serait profitable parce qu'elle aiderait globalement à le combler.

---

(1) Cette annexe se concentre sur les aspects les plus globaux de la comparaison entre les systèmes de répartition et de capitalisation. Elles ne rentrent donc pas dans les détails de leur mise en œuvre pratique (forme des prestations servies, type de gestion...).

- Ce deuxième argument reste un des arguments forts des plaidoyers pour la capitalisation, mais il y existe un contre-argument, sur lequel tendent à se concentrer les débats actuels : même quand la capitalisation est plus efficace à long terme, son développement implique un coût à court et moyen terme dont l'analyse doit tenir compte. Une question est alors de savoir si ce coût transitoire est compensable par les gains à long terme, du point de vue des générations présentes. Il se trouve que la réponse à cette question est en général négative

- Dans ces conditions, l'argument des gains de rentabilité à long terme doit être relayé, pour les générations présentes, par d'autres arguments. La piste la plus intéressante semble être celle d'un argument de précaution. Le pari du maintien en répartition pure, pour la génération courante, comporte un risque : celui que les générations futures refusent les hausses associées de cotisations obligatoires, ou refusent au moins de les assumer totalement. Le recours à la capitalisation, plutôt qu'un moyen de contourner le coût du vieillissement démographique, serait donc surtout le moyen — utile mais coûteux — de se protéger contre ce risque politique propre au système de répartition.

C'est dans cet ordre que les différents arguments du débat vont être examinés dans cette note. Ceci correspond à une progression des arguments les plus théoriques et atemporels (première partie, regroupant les deux premiers arguments), vers des arguments plus proches du contexte concret de la prise de décision (seconde partie, deux derniers arguments).

## **Les propriétés globales des systèmes : résistance aux chocs démographiques, écart de rendement à long terme**

### **La sensibilité des systèmes aux chocs démographiques**

Dans le débat répartition-capitalisation, l'argument de la résistance aux chocs démographiques a souvent été l'argument le plus spontanément avancé en faveur de la seconde : elle serait relativement immune par rapport à ces chocs. Il est maintenant bien connu que cet argument n'est pas décisif.

Distinguons pour cela deux types de chocs démographiques.

Soit d'abord un choc sur le taux de croissance démographique. Dans ce cas, la capitalisation n'est réellement protégée que lorsqu'elle donne lieu à des placements à l'étranger, et à la condition que les mêmes chocs démographiques ne se retrouvent pas dans les pays où les fonds de retraite ont été investis, ce qui suppose des placements lointains et donc plus risqués. Si on ne se place pas dans ce cas de figure, c'est la référence à l'économie fermée qui s'impose. Or, dans ce cadre, les fluctuations de la population active se traduisent par des fluctuations du rapport capital-travail qui

ont, sur le rendement de la capitalisation, des effets assez comparables aux effets observés sur le système de répartition. Deux cas extrêmes et un cas médian peuvent être examinés. Si capital et travail sont parfaitement substituables, leurs productivités sont indépendantes du ratio capital-travail, et il serait alors exact de dire que la capitalisation est insensible aux chocs démographiques, mais c'est un cas extrême irréaliste. Si capital et travail, à l'inverse, sont parfaitement complémentaires, à partir d'une situation où ils sont dans un rapport efficace, une baisse de la quantité de travail fait tomber la productivité marginale du capital à zéro. Dans ce cas, c'est la capitalisation qui est paradoxalement la plus sensible aux chocs démographiques, mais c'est aussi un cas extrême. Dans les cas intermédiaires, capitalisation et répartition seront affectées de manière assez parallèles<sup>(2)</sup>.

Soit ensuite un choc consistant en une modification de la durée de vie. Dans ce cas, et l'argument a été souvent utilisé par les défenseurs de la répartition, il est encore plus clair que les deux systèmes vont être affectés parallèlement : la durée plus longue de service des pensions implique un effort de préparation de la retraite plus important ou des pensions annuelles plus faibles, quel que soit le système choisi, et ceci vaut cette fois aussi bien en économie ouverte qu'en économie fermée.

L'argument de l'indifférence de la capitalisation aux chocs démographiques est donc peu discriminant. Les deux systèmes réagissent parallèlement. Mais il est inexact d'en déduire que les systèmes sont totalement équivalents. Les deux systèmes peuvent évoluer en phase, mais avec un différentiel de performance constant. Il se trouve qu'une telle situation est à la fois théoriquement possible et empiriquement plausible.

## **Peut-il exister un avantage systématique à la capitalisation en régime permanent ?**

### *Taux d'intérêt exogène*

Commençons d'abord par revenir sur l'instrument de comparaison des rendements des systèmes en régime permanent. On caractérise les performances des deux systèmes par leurs rendements actuariels. Dans le cas de la capitalisation, ce rendement est égal au rendement du capital  $r$ . Dans le cas de la répartition (sous l'hypothèse de constance des taux de cotisation) ce rendement actuariel est égal au taux de croissance global  $g$  de l'écono-

(2) Il est facile de voir que c'est à peu près le cas pour une technologie Cobb-Douglas. Soit un choc démographique consistant en une modification de la quantité de travail  $L$ . Soit  $K$  le capital supposé donné, et  $a$  le coefficient de capital de la fonction de production. La performance de la capitalisation varie à peu près comme le rendement du capital, à savoir  $a (K/L)^{a-1}$ . Pour la répartition à taux de cotisation donné, elle varie comme la masse salariale à savoir  $L (1-a) (K/L)^a$ . Dans les deux cas, l'élasticité du niveau des retraites par rapport à  $L$  est égale à  $1-a$ .

mie, somme des taux de croissance de la population et du produit par tête : le retour sur investissement de la répartition correspond exactement à la croissance de la masse des cotisations, qui croît comme ce produit total.

La conclusion est donc en faveur de la capitalisation si le rendement du capital est supérieur au taux de croissance ( $r > g$ ), en faveur de la répartition sinon ( $r < g$ ). Au vu de la situation récente, c'est la première situation qui semble prévaloir, notamment si on considère le cas de placements en actions. À titre d'exemple, le tableau 1 donne la comparaison entre croissance des revenus d'activité, rendement des actions domestiques, et rendement des obligations domestiques entre 1967 et 1990 dans différents pays. À la différence de ce qui prévaut pour les obligations, les actions font preuve d'une performance plus de deux fois supérieure à la croissance économique<sup>(3)</sup>, d'où la recommandation d'accroître le poids de la capitalisation dans le financement des retraites, avec un investissement préférentiel en actions.

Ce constat ne suffit pourtant pas à conclure à la meilleure rentabilité de la capitalisation en régime permanent. Il y a d'abord le problème du *risque* plus élevé qui est associé à ce placement, mais on supposera qu'il peut être lissé en longue période. Il y a surtout la question de savoir s'il n'existe pas des forces de rappel qui, tôt ou tard, ramèneraient le rendement *moyen* du capital vers le niveau de la croissance économique. Car l'hypothèse d'un rendement du capital exogène par rapport au taux de croissance ne peut être justifiée que dans une petite économie ouverte et, comme déjà mentionné, cette hypothèse ne peut être appliquée à l'ensemble des pays développés qui doivent approximativement faire face aux mêmes contraintes démographiques. Dans des économies fermées ou interdépendantes, le rendement du capital est endogène et va présenter un lien avec la croissance démographique et la croissance du produit par tête. Quelle est la nature de ces liens ? Impliquent-ils une convergence forcée de ce rendement et du taux de croissance qui impliquerait la convergence inéluctable des deux systèmes, ou sont-ils compatibles avec un écart de rendement durable ?

### *Taux d'intérêt endogène, épargne exogène*

Pour répondre à cette question, il faut s'appuyer sur des modèles de croissance. Leur ingrédient principal consiste en une hypothèse sur les mécanismes d'accumulation du capital, c'est-à-dire sur le niveau de l'épargne. Du même coup, compte tenu de ces comportements d'épargne, on sera à même de décrire ce que serait l'impact d'un développement de la capitalisation, et les canaux par lesquels il pourrait améliorer le niveau de vie des actifs et celui des retraités.

(3) Ce n'a pas été le cas dans le passé, mais plutôt en raison du découplage entre taux d'intérêt réel et rentabilité du capital qu'en raison de la faiblesse de cette dernière.



Commençons par une hypothèse de taux d'épargne exogène donné. Soit  $s$  le taux d'épargne macroéconomique,  $Y$  le revenu total,  $K$  le capital total,  $a$  la part des revenus du capital dans le revenu national,  $r_b$  le rendement brut du capital : le rendement net du capital  $r$  est égal à ce rendement brut moins le taux de dépréciation du capital  $d$ . Dans ce cas, le taux de croissance du stock de capital  $K$  est :

$$s Y / K - d = s r_b / a - d$$

Or, pour qu'il y ait croissance équilibrée, capital et production doivent croître au même rythme, d'où  $s r_b / a - d = g$  et :

$$r = r_b - d = g a / s + d (a / s - 1)$$

On voit que cette expression n'est égale à  $g$  que dans le cas particulier où  $s = a$  (tous les revenus du capital sont réinvestis chaque année, ce qui correspond à une croissance selon la règle d'or). Elle est supérieure à  $g$  sitôt que  $s$  est inférieur à  $a$ , l'écart pouvant être assez facilement significatif. Par exemple, si  $s / a = 0,8$ ,  $d = 0,05$  et  $g = 0,02$ , on a :

$$r = 0,025 + 0,0125 = 0,0375$$

soit près du double du taux de croissance économique, conduisant à une retraite supérieure d'environ 50 % en capitalisation, à taux de cotisation donné. Un tel ordre de grandeur suggère qu'une partie de l'écart de performance entre actions et croissance économique qui était montré au tableau 1 pourrait effectivement constituer un phénomène durable lié à une sous-accumulation structurelle<sup>(4)</sup>.

### *Taux d'épargne endogène*

Il est ainsi possible que la capitalisation soit en permanence plus avantageuse que la répartition. Est-on pour autant assuré que cette potentialité se réalisera à tous les coups ? Ici, la réponse doit être nettement plus prudente. Passer à un dosage différent entre capitalisation et répartition implique des modifications de l'ensemble des caractéristiques de l'économie. Pour prévoir ces modifications et leur impact sur le bien-être il faut être plus explicite sur ce qui détermine l'état de l'économie et notamment les déterminants de l'épargne. Sur cette question, la littérature distingue généralement deux cas extrêmes, auxquels nous allons rajouter un troisième scénario mixte.

(4) On précise que ce terme de sous-accumulation n'implique pas nécessairement de jugement normatif sur le sentier de croissance économique associé.

## 1. Les rendements réels sur la période 1967-1990

En %

	Actions	Obligations	Croissance des revenus réels
États-Unis	4,7	– 0,5	0,2
Royaume-Uni	8,1	– 0,5	2,6
Allemagne	9,5	2,7	4,0
Japon	10,9	0,2	4,2
Canada	4,5	0,0	1,7
Pays-Bas	7,9	1,0	2,4
Suède	8,4	– 0,9	1,5
Danemark	7,0	3,4	2,8
Suisse	6,2	– 2,2	1,9
Australie	8,1	– 2,7	0,7
France	9,4	1,0	4,0
Italie	4,0	– 0,2	3,1

Source : Davis, 1995, p. 133.

Le premier cas est celui d'une économie où le motif de cycle de vie est le seul motif d'épargne. Les agents ont un horizon de planification qui ne dépasse pas leur propre durée de vie, il n'y a pas d'altruisme inter-générationnel. Dans ce cas, à autres comportements inchangés, réduire la part des retraites financées par répartition augmente mécaniquement l'intensité capitalistique de l'économie<sup>(5)</sup>. Le mécanisme est le suivant : lors de la montée en régime, les premières générations sont obligées d'accumuler un capital initial qu'elles n'auraient pas accumulé en répartition pure. Ensuite, arrivées à la retraite, elles s'en défont progressivement, mais ce capital est racheté par les générations suivantes qui ont à leur tour un besoin de financement de leurs propres retraites et ainsi de suite. Même si l'épargne *nette* générée par la retraite redevient éventuellement nulle (ce qui ne serait vrai, au demeurant, que dans une économie parfaitement stationnaire), le stock de capital supplémentaire est acquis une fois pour toutes et entretenu ou renouvelé par les générations successives<sup>(6)</sup>.

(5) Sous la clause restrictive de fixité des autres comportements (âge de la retraite, offre de travail...).

(6) Une autre façon de clarifier ces relations entre une épargne qui peut revenir vers zéro et un capital qui reste positif est de faire une distinction entre épargne nette et épargne brute. C'est cette épargne brute, lors de la mise en route du système, qui conduit à la constitution de ce capital qui se repasse ensuite de génération en génération, et qui sera d'autant plus important que cette épargne brute est forte. Une analogie démographique permet de comprendre le mécanisme. Dans une population stationnaire, les décès équilibrent chaque année les naissances, mais les naissances ne sont évidemment pas neutres vis-à-vis de l'effectif de la population, qui est égal au nombre de naissances annuelles multiplié par la durée de vie. De la même manière, le stock de capital géré par le système de capitalisation sera à peu près égal au montant annuel des contributions (épargne brute) multiplié par leur durée moyenne d'immobilisation (augmenté des intérêts accumulés).

Évidemment, les effets positifs de ce surcroît de capital sont en partie compensés par le fait que le capital, plus abondant, devient moins rémunéré à l'équilibre. Mais tant qu'on reste en deçà du point où la retraite par capitalisation génère une épargne juste égale à la règle d'or<sup>(7)</sup>, l'effet positif l'emporte, et c'est ceci qui permet aux individus d'obtenir un meilleur rendement sur leur effort de préparation de la retraite et un meilleur niveau de vie.

Le deuxième cas est celui d'une économie d'agents planifiant en horizon infini (objectif intergénérationnel). S'ils conservent malgré tout une certaine préférence pour le présent, il en résultera une épargne qui restera inférieure à l'épargne de règle d'or (règle d'or modifiée), d'où l'avantage potentiel de la capitalisation. Mais cet avantage, cette fois, restera complètement potentiel. Dans cette économie, en effet, les agents réagissent aux modifications du système de retraite par des modifications inverses de l'épargne destinée à la transmission aux générations futures. Ils *défont* tout ce qu'on peut chercher à faire par la manipulation du système de retraite. Si la capitalisation reste donc théoriquement plus rentable, elle reste pratiquement neutre, car les agents ne souhaitent pas qu'il y ait une accumulation plus forte que celle qu'ils réalisent spontanément par leurs comportements privés.

Le troisième scénario consiste à supposer la coexistence des deux types de comportements. Un cas particulier simple est celui où la majorité des salariés ont un comportement de cycle de vie simple, et le reste de la population aurait un objectif intergénérationnel. Dans ce cas, en s'appuyant sur les résultats classiques des modèles à deux classes, on peut montrer la neutralité à très long terme du système de retraite sur l'épargne globale et donc sur le rendement du capital (la classe des plus gros épargnants reste celle qui détermine le rythme d'accumulation à long terme). Mais le système de retraite n'est pas neutre pour autant car il conduit à des réallocations entre catégories de populations. Ce scénario correspond assez bien à certaines des conséquences qu'on peut intuitivement attendre d'un développement des fonds de pension : les salariés et les retraités, à travers leurs fonds de pension, évincent partiellement les autres catégories d'actionnaires du capital des entreprises.

L'amélioration de leur niveau de vie est due à cette éviction : ils prennent partiellement la place de ces capitalistes et récupèrent les revenus du capital correspondant<sup>(8)</sup>.

Au total, ces enseignements sont résumés par le tableau 2, où les trois colonnes correspondent aux trois hypothèses sur le comportement d'épargne qui viennent d'être envisagées. On prend systématiquement pour

(7) Ce point caractérise l'optimum du système de répartition au sens de Samuelson (1975).

(8) Ce scénario illustre bien, au passage, les dilemmes qui peuvent en résulter pour les actifs, pris entre leurs intérêts de salariés et leurs intérêts d'actionnaires.

référence un système où la répartition est prédominante et qui est caractérisé par une accumulation inférieure à la trajectoire de la règle d'or, et on indique ce que donnerait, à partir de là, un moindre recours à la répartition. Bien évidemment, l'opposition entre les colonnes 1 et 2 renvoie à la controverse initiée par Feldstein (1974) sur les effets négatifs de la retraite par répartition sur l'épargne : la colonne 1 reproduit les hypothèses retenues par Feldstein (à l'hypothèse d'exogénéité de l'âge de la retraite près) et qu'il considérait validées par son analyse empirique, et la colonne 2 reproduit les hypothèses de la thèse opposée, associée au nom de Barro (1974).

**2. Effets à long terme d'un recours plus important à la capitalisation, à partir d'un régime de sous-accumulation, selon le type de comportement d'épargne**

		Type de comportement d'épargne		
		Modèle de cycle de vie (Fedstein)	Planification à horizon infini (Barro)	Modèles à deux classes
Effet à long terme sur...	... l'épargne globale	Positif sur l'épargne brute, positif ou nul sur l'épargne nette	Neutre	Neutre
	... l'intensité capitalistique	Positif	Neutre	Neutre
	... le rendement du capital	Négatif	Neutre	Neutre
	... le bien-être	Positif tant qu'il n'y a pas suraccumulation, négatif au-delà	Neutre	Positif pour les salariés et les retraités, négatif pour les autres détenteurs de capitaux

On sait, au niveau empirique, que cette littérature n'a pas débouché sur des conclusions très nettes (Caussat, 1992). On continue donc d'hésiter entre les colonnes 1 et 2. Les effets des systèmes des retraites sur l'épargne, au demeurant, peuvent aussi faire intervenir de nombreux facteurs peu mesurables et qui ne sont pas directement pris en compte par les deux modèles, tels que les anticipations ou croyances relatives à l'avenir des systèmes de retraite.

Ceci étant, cette incertitude peut quand même déboucher sur un message modérément favorable à la capitalisation, puisqu'il ressort de ce tableau que — sauf hypothèse forte de suraccumulation —, jouer sur la capitalisation plutôt que sur la répartition est au pire neutre et sinon favorable, au moins pour les salariés et les retraités (cas de la colonne 3).

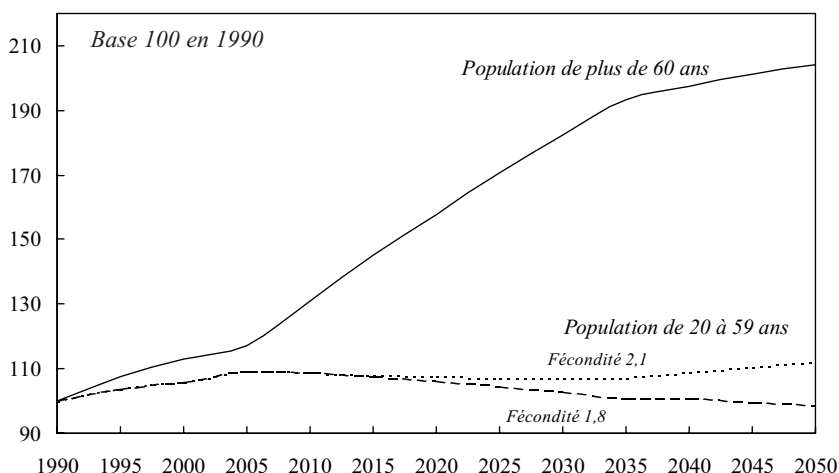
## Le point de vue des générations présentes : le problème de la transition

### Rappels sur le contexte français

Quelles conclusions peut-on tirer de cette analyse pour le cas français, tel qu'il se présente aujourd'hui ?

- On peut d'abord rappeler les caractéristiques du choc démographique particulier qui nous attend, pour voir s'il reste quelque chose de l'argument de résistance face à ce type de choc. Dans le cas de la France, le choc consiste largement en une augmentation de la population en âge de retraite (figure), dont une bonne part est le contrecoup de la baisse tendancielle de la mortalité. Temporairement compensées par les effets du baby-boom, les conséquences de cette baisse de la mortalité vont se manifester de manière accélérée à partir de 2005, au moment où les premières générations de ce baby-boom franchiront le seuil des 60 ans. Une conséquence de ceci est que la déformation de la structure par âge qui en résultera sera largement irréversible et non temporaire (sauf à supposer une reprise de la fécondité à des niveaux peu réalistes ou une immigration également très importante et irréaliste). Dans ce contexte, il est particulièrement clair que tous les systèmes font face au même problème qualitatif, et doivent tous consentir à des hausses *durables* de prélèvements.

### Les origines de l'accroissement de la part des 60 ans et plus en France : croissance des plus de 60 ans, plutôt que décroissance des effectifs d'âge actif



Source : INSEE.

- On rappelle ensuite que la France, pour des raisons historiques, a fait le choix d'une répartition quasi-pure (tableau 3), qui prélève actuellement de l'ordre de 13 % du revenu national. Dans ce domaine, il paraît peu réaliste de chercher à défaire ce qui a été fait, et on peut donc considérer que ce prélèvement constitue un plancher en dessous duquel il est difficile de descendre. En revanche, pour le supplément d'effort qui va commencer à être nécessaire à partir de 2005, les choix restent ouverts, puisqu'il est encore temps d'organiser ce supplément d'effort soit dans une logique de répartition, soit dans une logique de capitalisation.

Les scénarios envisageables sont ainsi tous les scénarios intermédiaires entre les deux scénarios extrêmes suivants (toujours à âge de la retraite inchangé) :

- Répartition pure : on retarde les efforts de financement nécessaires jusqu'au dernier moment, date à laquelle ils ne seront plus possibles que par transferts directs des actifs aux retraités. On fait donc évoluer le taux de prélèvement des systèmes de répartition en phase avec l'évolution de la structure démographique.

- Évolution vers un système mixte : on bloque le niveau des prélèvements pour la répartition à leur montant actuel (en proportion du revenu national) et on complète par de la capitalisation, soit de manière libre et décentralisée (fonds de pension, épargne individuelle), soit de manière plus contrainte (scénario de constitutions de réserves au sein des systèmes de répartition, financées par des hausses immédiates de cotisations)<sup>(9)</sup>.

## Une transition nécessairement coûteuse

Que nous apporte l'argumentation développée plus haut pour évaluer les conséquences de ces deux scénarios ? Les conditions les plus favorables aux bénéficiaires à long terme du second scénario seraient les suivantes :

- une situation actuelle assez éloignée de la règle d'or ;
- des individus qui ne compenseront pas l'effort initial qui leur est demandé par une moindre accumulation destinée à la transmission intergénérationnelle (pas d'effet Barro).

On peut y ajouter deux conditions supplémentaires. Il faut, d'une part, que les individus n'aient pas encore anticipé, dans leur comportement d'épargne, les baisses de prestations qu'impliquerait le plafonnement des taux de cotisation à la répartition. Si c'était le cas, en effet, la capitalisation qu'on

(9) On observe en passant que, présenté de cette façon, le problème diffère de l'idée courante selon laquelle le passage à la capitalisation impose à la génération pivot de « payer deux fois » : une fois pour elle-même et une fois pour la génération précédente. Le problème du double paiement n'apparaît que si on envisage une transition complète de la répartition à la capitalisation pure et dans un contexte démographique stationnaire. Ici, puisqu'une hausse de la charge des retraites sera de toute manière inéluctable, et puisqu'il ne s'agit que de l'introduction d'une dose partielle de capitalisation, le scénario est un scénario d'*anticipation* de l'effort à venir, plutôt que de double paiement.

s'efforcerait de mettre en place viendrait juste se substituer à une épargne de précaution déjà existante<sup>(10)</sup>. D'autre part, il faut que l'augmentation du taux d'épargne qui serait induite par le développement de la capitalisation, ne débouche pas sur un problème d'ajustement macroéconomique à court terme (problème qui est ignoré par les modèles d'équilibre néoclassiques auxquels on a fait référence jusqu'ici).

Le bilan positif est donc déjà soumis à un certain nombre de conditions. Mais il y a plus. Même si ces conditions sont parfaitement remplies, cette transition impliquera un surcoût en phase de montée en régime. Or il est généralement impossible d'offrir aux générations actuelles une compensation pour ce sacrifice effectué au profit des générations futures.

Par exemple, on pourrait chercher à éviter le coût pour les actifs d'aujourd'hui en allégeant le poids des retraites courantes, mais ceci correspondrait à un manque à gagner pour les retraités actuels qui, bien évidemment, ne serait jamais récupérable. On pourrait aussi baisser la charge actuelle des retraites par répartition sans toucher aux droits des retraités actuels en honorant ces droits grâce à l'émission d'une dette publique. Mais, avec un taux d'intérêt supérieur au taux de croissance, il serait en général impossible de voir cette dette s'éteindre en temps fini sans accroître la pression fiscale sur les générations futures.

En l'occurrence, ce n'est que dans des cas très particuliers que la compensation s'avère possible<sup>(11)</sup>. Il faut pour cela que le passage à la capitalisation, en plus du fait qu'il fait bénéficier d'un rendement supérieur à long terme, donne l'occasion de remédier à certaines inefficacités. Par exemple, si on passe d'un système de répartition désincitatif au travail (parce qu'actuariellement non neutre) à un système par capitalisation qui rétablit les bonnes incitations, il y a un gain en production qui permet de rembourser la dette émise au moment de la transition<sup>(12)</sup>. Mais on note que cette inefficacité pourrait aussi bien être évitée en reprofilant le système de répartition (accroissement de sa contributivité) : ce n'est donc pas, en soi, un argument en faveur de la capitalisation. Autre possibilité : adopter un modèle de croissance endogène avec externalité positive de l'accumulation privée du capital, la capitalisation pourrait alors doper la croissance et fournir les ressources qui permettraient de rembourser le coût de sa mise en place, si elle est accompagnée des mesures fiscales qui permettent de résoudre ce problème d'externalité. Mais l'évidence empirique en faveur de cette hypothèse reste très fragile.

---

(10) À la limite, il pourrait même y avoir baisse de l'épargne : l'épargne nécessaire en capitalisation est moins importante dans des systèmes de capitalisation collectifs avec mutualisation du risque viager qu'elle ne l'est au niveau individuel.

(11) Voir Belan (1997), pour une étude complète.

(12) C'est par exemple l'argument retenu par Kotlikoff (1995).

## Changer d'approche : une analyse en termes de risque

En toute hypothèse, il existe donc un conflit d'intérêt, en matière de gestion de la retraite, entre générations actuelles et générations futures. Face à cela, il y a deux possibilités :

Soit assumer directement le problème d'arbitrage intergénérationnel qu'il implique. On peut par exemple arguer que les bénéfices à long terme du passage au système mixte sont suffisamment importants pour justifier l'effort immédiat que suppose leur mise en place. Mais ceci suppose une référence à des critères d'équité intergénérationnelle dont la définition est délicate. Et l'acceptation politique de ce choix social repose de toute manière sur la seule bonne volonté de ces générations, puisque ce sont ces générations actuelles qui votent sur l'évolution du système de retraite futur.

Soit substituer à l'argument d'efficacité à long terme en avenir certain un argument de précaution à moyen terme en avenir incertain. La façon de poser le problème serait la suivante. Il serait certes optimal, pour la génération courante, de reporter complètement le coût de l'ajustement sur les générations futures (pourquoi payer soi-même aujourd'hui ce qu'on peut faire payer demain à d'autres ?). Mais il y a une incertitude sur le consentement des générations futures à ce supplément d'effort. Si on prend pour référence notre comportement actuel face aux prélèvements obligatoires, la probabilité est effectivement non nulle que les hausses nécessaires à la continuation de la répartition pure ne se heurtent à des résistances<sup>(13)</sup>. Face à ce risque, une certaine dose d'anticipation des charges futures fournit donc une assurance, indépendamment d'ailleurs du rendement financier qu'on peut en attendre. L'opération sera certes d'autant plus intéressante que ce rendement sera élevé, mais elle reste également utile avec un rendement faible<sup>(14)</sup>.

C'est aussi dans ces termes qu'on pourrait poser la question du choix entre capitalisation et remontée de l'âge de la retraite, qu'on a laissée de côté jusqu'ici. On rappelle que l'allongement de la durée de vie qui a été évoqué plus haut, surtout s'il s'agit d'un allongement de la durée de vie en bonne santé, plaide pour un allongement de la durée de vie active qui, s'il est suffisamment important, éviterait à la fois les hausses de cotisations en répartition et le complément par la capitalisation. Mais la possibilité d'un allongement substantiel de cette durée de vie active est-elle aussi soumise à aléa : elle dépend d'inconnues sur l'évolution à venir du marché du travail.

(13) On insiste sur le fait que la menace n'est pas celle d'un refus total de payer par les générations suivantes — ce qui serait excessif —, mais d'un refus de payer davantage qu'aujourd'hui. C'est la dérivée du prélèvement qui est supposée faire problème, pas le prélèvement lui-même.

(14) L'analyse du choix du système de retraite comme choix dans l'incertain est développée entre autres par Artus (1992), Augier, Chauveau et Loupias (1995) mais plutôt dans le cadre de modèles à long terme que du point de vue de la génération ayant à assumer la période de transition.



La capitalisation jouerait également un rôle de protection contre ce risque.

Au final, et pour se résumer, on peut dire que, face à la contrainte démographique du siècle prochain, les actifs d'aujourd'hui ont quatre possibilités :

- Accepter un ratio plus faible de leurs retraites à leurs revenus d'activité.
- Maintenir ces taux de remplacement en comptant sur l'accroissement des cotisations des actifs de demain.
- Maintenir ces taux de remplacement en contrepartie d'un recul de l'âge de la retraite.
- Maintenir ces taux de remplacement grâce à l'épargne immédiate.

### 3. Structure des systèmes de retraites de quelques pays développés vers 1994-1995

	Mode de financement	Âge de la retraite	Taux de remplacement moyen en %	Dépenses en % du PIB
États-Unis	Mixte	65-65	38,5	5,1
Japon	Mixte	60-55	19,6	6,2
Allemagne	Répartition	65-65	52,0	12,2
France	Répartition	60-60	60,1	12,6
Italie	Répartition	62-57	53,9	15,6
Royaume-Uni	Répartition	65-60	17,5	5,0
Canada	Répartition	65-65	29,2	5,7
Suède	Mixte	65-65	39,0	13,0

Source : Miles, 1998.

Si on exclut *a priori* le premier choix, et s'il existe des probabilités non nulles que les deuxième et troisième solutions ne soient pas suffisantes (par contrainte sur le niveau des prélèvements obligatoires, en raison de l'état du marché du travail ou des politiques de gestion de la main-d'œuvre âgée), alors un certain recours à la quatrième option est nécessaire, quelle que soit par ailleurs sa rentabilité à long terme et même si cette option, elle aussi, présente des risques.

Une fois le problème posé en ces termes, il ne resterait donc qu'à évaluer les risques associés à ces différentes options, mais c'est évidemment difficile et inévitablement subjectif. À la limite, on peut même dire qu'une bonne part de l'opposition entre partisans de plus ou de moins de capitalisation devrait pouvoir se ramener à des différences d'appréciation de ces risques relatifs. Les partisans d'un développement rapide des fonds de pen-

sion considèrent que le risque de ne pas pouvoir augmenter, demain, les cotisations à la répartition est en fait une quasi-certitude. Les partisans du scénario de la répartition pure considèrent que ce risque est limité, ou qu'il pourra toujours être contourné par la remontée de l'âge de la retraite, et que c'est le développement des fonds de pension qui ferait, au contraire, courir des risques importants, aussi bien macroéconomiques qu'individuels.

## Références bibliographiques

Artus P. (1992) : « Mode de calcul des retraites par répartition et choix du système de capitalisation : optimalité de l'accumulation du capital, effets du risque et des chocs conjoncturels », *Document de travail CDC*, 31/T.

Augier L., T. Chauveau et Cl. Loupiau (1995) : « Épargne privée et retraite par répartition dans un modèle de croissance optimale, en avenir incertain, et avec générations d'agents », *Revue Économique*, n° 46, 2, pp. 195-215.

Barro R.J. (1974) : « Are Government Bonds Net Wealth? », *Journal of Political Economy*, n° 82, pp. 1095-1117.

Belan P. (1997) : *Le financement des retraites : incidence redistributive de la transition vers un système de capitalisation*. Thèse de doctorat, Université de la Méditerranée.

Caussat L. (1992) : « Retraite et épargne : historique d'un débat dans la littérature américaine », *Revue d'Économie Financière*, n° 23, pp. 159-182.

Davis E.P. (1995) : *Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets, an International Perspective*, Clarendon Press, Oxford.

Feldstein M. (1974) : « Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation », *Journal of Political Economy*, n° 82, pp. 905-906.

Kotlikoff L.J. (1995) : « Privatization of Social Security: How it Works and Why it Matters », *NBER Working Paper*, n° 5330.

Miles D. (1998) : « The Implications of Switching from Unfunded to Funded Pension Systems », *National Institute Economic Review*.

Samuelson P.A. (1975) : « Optimum Social Security in a Life-cycle Growth Model », *International Economic Review*, n° 16, 3, pp. 539-544.

## Complément

# L'économie publique de la réforme du régime public de retraite aux États-Unis<sup>(\*)</sup>

**Peter Diamond**

*Professeur au MIT*

*Il a semblé nécessaire d'ajouter aux données de base et aux analyses sur les enjeux de l'évolution à long terme du système de retraite français un regard étranger sur la réforme des régimes publics. À l'heure où les États-Unis envisagent d'affecter les excédents du budget de l'État fédéral à la constitution de réserves destinées à lisser dans le temps l'effort d'ajustement du régime public de retraite (Old Age, Survivor's and Disability Insurance, OASDI), il peut être utile de considérer les termes du débat économique américain contemporain sur la réforme du système de retraite.*

*Le document qui suit est le texte, traduit en français, d'une communication présentée par Peter Diamond à la conférence de l'Académie Nationale de l'Assurance Sociale (« National Academy of Social Insurance », NASI) sur le thème « Ordonner le débat sur les retraites : principes, choix politiques et économiques », organisée les 29 et 30 janvier 1998. Ce texte est reproduit dans le présent rapport avec l'aimable autorisation de l'auteur.*

---

(\*) Ce document doit beaucoup aux contacts que j'ai eus avec mes collègues lors de mes travaux au sein du groupe technique sur les tendances et les enjeux de l'épargne retraite du Conseil de l'assurance vieillesse (Advisory Council on Social Security), et du groupe sur la privatisation de l'assurance vieillesse de l'Académie nationale de l'Assurance sociale. Je leur en suis reconnaissant. Je remercie également pour leurs commentaires Henry Aaron, Doug Arnold, Courtney Coile, Alicia Munell et Virginia Reno, et pour son soutien financier la National Science Foundation (convention SBR-9618698). Les points de vue exprimés me sont personnels, et n'engagent aucune personne, groupe ou organisme auxquels j'ai pu être associé. Je suis également le seul responsable des erreurs d'analyse.

*Le régime public national de retraite américain (« Social Security ») est un régime de retraite par répartition qui dispose cependant de réserves financières. C'est la raison pour laquelle Peter Diamond n'utilise pas, pour le qualifier, le terme « retraite par répartition », mais le terme « régime à prestations définies » (« defined benefit plan »), qui traduisent le fait qu'ils comportent la promesse d'un niveau donné de pension. Il l'oppose aux comptes individuels de retraite privée « à cotisations définies » (« defined contribution plans »), entièrement préfinancés, et qui garantissent seulement au cotisant de retrouver à l'issue de la période d'épargne la valeur capitalisée de ses versements nette des coûts de gestion prélevés par l'opérateur.*

*Le texte de Peter Diamond fait référence à divers aspects de la législation américaine des retraites (légalisations ERISA, IRA, 401 (k)...) qui ne sont pas explicitées afin de pas alourdir cette traduction. Pour une présentation complète du système de retraite américain, on pourra se référer à : Laffitte : « Les fonds de pension aux États-Unis », Revue d'Économie Financière, n° 23, hiver 1992.*

Les propositions pour réformer la retraite par répartition soulèvent des questions économiques et politiques. Les questions économiques portent sur l'incidence d'une mesure donnée sur la qualité de la fourniture des prestations de vieillesse, de réversion ou d'invalidité. Les questions politiques mettent l'accent sur les marges de manœuvre disponibles pour la réforme et sur l'évolution au cours du temps de telle ou telle disposition : des modifications peuvent en effet survenir en cas de changement de majorité politique ou en raison des évolutions économiques et démographiques. Le présent document porte principalement sur les questions économiques, et s'il identifie de temps à autre des enjeux importants pour le débat politique, il ne les approfondit pas<sup>(1)</sup>.

L'analyse économique des propositions de réforme s'intéresse à trois questions : le système de retraite doit-il proposer des plans à prestations définies ou des combinaisons de plans à cotisations définies et de plans à prestations définies ? comment les provisions pour retraite doivent-elles être placées ? et quel doit être le niveau de ces provisions<sup>(2)</sup> ? Dans le but

(1) Pour des développements plus approfondis de l'économie politique des projets de réforme comme de la faisabilité politique de ces projets, on pourra se référer à Diamond (1997).

(2) L'accent est mis sur les propositions qui préservent le rôle traditionnel de la retraite par répartition, sans revenir sur les fondements de ce rôle. Il ne prend pas en considération les propositions qui tendent à éliminer tout effet redistributif dans la retraite publique, ni celles qui préconisent la mise sous condition de ressources des pensions de retraite. De telles propositions, qui lient l'ouverture des droits à pension au revenu annuel, induisent d'importantes impositions implicites, et s'interprètent comme une taxation de l'épargne des ménages. En tout état de cause, l'idée de taxer significativement l'épargne n'est guère compatible avec celle d'accroître l'épargne nationale. De plus, ces propositions modifient les bases politiques sur lesquelles est fondée la retraite publique.

d'organiser la discussion autour de ces trois questions, le document s'ouvre par une analyse des plans de retraite par capitalisation à cotisations définies qui ne laissent aucun choix aux individus pour le placement de leur épargne ou pour la forme de leur retraite. Les propriétés de ce type de dispositif sont ensuite confrontées à celles de plans de retraite à prestations définies, toujours sans possibilité de choix individuel. Puis on autorise les individus à choisir les modalités des pensions de retraite et de réversion, en prêtant une attention particulière aux incidences de la situation des veufs et des veuves, qui sont en moyennes plus pauvres que les couples de personnes âgées. Après avoir traité des choix de portefeuille d'un régime national de retraite, le document examine les choix individuels de portefeuille, en insistant sur les coûts de mise en œuvre des différentes méthodes de choix individuel. On considère ensuite les conséquences de la constitution de réserves plus importantes. Enfin, la dernière partie traite des effets des divers schémas de retraite sur le marché du travail.

Les grands enjeux économiques des réformes de la retraite ont été bien analysés et ne font plus guère débat. Un accroissement des réserves des régimes de retraite entraîne une hausse des prélèvements (ou une baisse des prestations) à court terme, mais permet une baisse des prélèvements (ou des prestations plus élevées) à long terme<sup>(3)</sup>. Il permet également de réduire la fréquence des ajustements requis pour l'équilibre des régimes de retraite et peut accroître l'épargne nationale (et même dans une proportion supérieure à ce qui serait obtenu par une réforme traditionnelle des retraites). Il améliore enfin la situation financière nette des générations futures, mais au prix d'une dégradation de celle des générations présentes (en termes de rendement interne des cotisations)<sup>(4)</sup>. Ces effets économiques ne dépendent pas du point de savoir si le système de retraite autorise ou non des comptes individuels. En revanche, la présence ou l'absence de comptes individuels change l'économie politique du système de retraite.

De la même façon que les individus souhaitent généralement diversifier leurs portefeuilles, et évitent de détenir exclusivement des bons du Trésor, un fonds national de retraite doit aussi combiner divers types de placements. Ceci est vrai indépendamment de la nature du fonds de retraite, à cotisations ou à prestations définies. Bien entendu, un régime à prestations définies qui possède de bonnes propriétés d'adaptation à l'environnement est en meilleure capacité de gérer les risques qu'un régime à cotisations définies. La diversification des portefeuilles comporte des avantages économiques pour les assurés sociaux et pour l'économie dans son ensemble. Sur le plan économique, l'intérêt de la diversification est évident, mais des interrogations de nature politique demeurent quant à la capacité des régi-

(3) L'expression « coûts de transition », d'usage courant, ne rend pas suffisamment compte des enjeux sous-jacents en termes d'équité intergénérationnelle du calendrier des hausses de prélèvements et des baisses de prestations.

(4) Pour une discussion sur l'estimation du rendement interne des cotisations et les difficultés de son interprétation, se référer à Geanakoplos, Mitchell et Zeldes (1998).

mes de retraite à choisir les bons investissements et à éviter d'interférer de façon négative dans le gouvernement des entreprises. L'introduction d'une possibilité de choix individuel de portefeuille et l'élargissement des options de placement des régimes de retraite au-delà des menus proposés par l'État constituent deux réponses à ces questions politiques. Mais la diversification des portefeuilles individuels a pour contrepartie l'augmentation des coûts administratifs, laquelle soulève des interrogations sur la qualité des décisions individuelles de placement. À cela s'ajoute la question politique de la capacité à combiner un système mixte et tout niveau donné de redistribution. Il est permis de penser que les individus ne se réfèrent pas aux mêmes principes lorsqu'ils jugent différents niveaux de redistribution et lorsqu'ils évaluent l'intérêt de disposer de davantage de latitude dans leurs choix individuels. Ce conflit d'objectifs a pour conséquence de rendre ambiguës les incidences sur le marché du travail de la mise en place de comptes individuels de retraite.

Mon idée force est que les avantages économiques d'un système à prestations définies bien régulé sont supérieurs à ceux d'un système mixte à cotisations et à prestations définies<sup>(5)</sup>. La question importante est alors de déterminer les capacités relatives de l'État à bien réguler un système à prestations définies ou un système mixte. En d'autres termes, les racines des désaccords sur l'architecture du système résident dans la confrontation des différents principes et des différentes analyses politiques, non dans des différences d'évaluation économique.

## **La détermination des prestations dans un régime préfinancé à cotisations définies**

Afin de clarifier les différences des risques entre les systèmes à cotisations et à prestations définies, il est utile de débiter par l'analyse d'un régime préfinancé à cotisations définies sans aucune possibilité de choix individuel des placements<sup>(6)</sup>. À titre purement illustratif, supposons que l'épargne accumulée dans les comptes individuels serve à financer des rentes versées pendant la retraite, et que les taux d'intérêt et les probabilités de décès soient données.

---

(5) Un système « bien régulé » est plus qu'un système « bien géré ». Un système de retraite bien géré est un régime de retraite qui applique correctement la législation d'assurance vieillesse. Un système bien régulé est un système bien géré qui en outre met en œuvre, pour le présent et pour le futur, une législation opportune et efficace au regard des objectifs du système de retraite. L'Administration de l'assurance vieillesse nous procure un système de retraite bien géré. Le Congrès a quant à lui des résultats mitigés dans sa mission de construire un système de retraite bien régulé.

(6) Un régime à cotisations définies sans aucune latitude pour le choix des placements est appelé « système de caisse de prévoyance ». Plusieurs pays, comme Singapour ou la Malaisie, ont installé un tel système.

L'objectif d'un tel système est d'accumuler des réserves suffisantes pour financer un revenu cible aux assurés pendant leur retraite. Ce revenu cible est généralement exprimé en taux de remplacement en pouvoir d'achat du salaire moyen de carrière par la pension. Le taux d'épargne requis pour assurer un taux de remplacement donné dépend du taux d'intérêt et du taux de croissance des salaires. Comme ces indicateurs ont beaucoup varié au cours du temps, le taux d'épargne requis a également connu de fortes variations. Ainsi, un système à cotisations définies demande des ajustements périodiques du taux d'épargne afin qu'il remplisse son objectif social.

Cependant, une fois déterminé le taux d'épargne, un régime à cotisations définies reporte les risques financiers sur les personnes actives. Leurs prestations futures dépendront de la croissance de leurs gains et du rendement des actifs qui composent leurs comptes individuels<sup>(7)</sup>.

En plus du risque au cours de la période d'accumulation, les cotisants sont également confrontés à des risques lorsqu'ils convertissent leurs réserves en rentes annuelles pendant leur retraite. La valeur de la rente annuelle que permet une épargne donnée dépend des probabilités de décès et des taux d'intérêt utilisés dans la conversion. Les probabilités de décès expriment aussi les probabilités de paiement des rentes aux différentes dates, et le taux d'intérêt actualise la valeur de ces paiements à la date de la conversion.

Dans un régime à cotisations définies, le risque de taux d'intérêt au moment de la conversion en rente repose clairement sur le cotisant. Pour une épargne donnée, les cotisants qui partent en retraite à une période de taux d'intérêt élevés recevront des rentes plus importantes que ceux qui partent en retraite lorsque les taux d'intérêt sont bas. Ce risque peut toutefois être atténué par la conversion progressive, pendant plusieurs années après le départ en retraite, de l'épargne accumulée ou en permettant au cotisant de choisir la date de la conversion<sup>(8)</sup>. Le risque peut aussi être compensé en composant le portefeuille de titres à long terme, à l'instar des stratégies que retiennent les compagnies d'assurance dans la tarification des rentes<sup>(9)</sup>.

---

(7) Des effets redistributifs peuvent être introduits dans un tel système en opérant des transferts entre comptes soit au moment des versements, soit lorsque l'épargne est convertie en rente.

La législation doit également prévoir les règles qui s'appliquent aux comptes des travailleurs qui décèdent avant l'âge de la retraite. Dans un régime à prestations définies, l'économie de prestations en cas de décès prématuré accroît les prestations des survivants. Un système à cotisations définies pourrait également fonctionner ainsi, mais la logique qui sous-tend ce système incite plutôt à transmettre les comptes individuels aux héritiers du décédé.

(8) Une version extrême de cette option serait une conversion révisable chaque année, telle que l'ont proposée Boskin, Kotlikoff et Shoven (1988). Actuellement, les travailleurs américains peuvent reporter la liquidation de leurs prestations de retraite jusqu'à l'âge de 70 ans afin de bénéficier de pensions plus élevées (cf. Coile, Diamond, Gruber et Joutser, 1998).

(9) Sur ce point, je suis reconnaissant à Stewart Myers.



Alors que le risque de taux d'intérêt est supporté par les individus, les hypothèses de mortalité entraînent un risque pour la collectivité, puisqu'une génération d'actifs peut vivre plus longtemps que la durée de vie moyenne déduite des tables de mortalité<sup>(10)</sup>. Les progrès de la longévité ont été irréguliers dans le passé, et les projections démographiques sont controversées. Un système à cotisations définies reporte le risque de longévité sur l'État si le régime est public, sur le marché si ce sont des opérateurs privés qui assurent la conversion de l'épargne en rente. En tout état de cause, une prime de risque doit être introduite, de façon implicite si l'État gère le régime, de façon explicite si ce sont des compagnies privées d'assurance.

En sus des réflexions relatives à la mortalité d'une génération entière, une question souvent posée est celle de la différenciation de la conversion de l'épargne en rente entre divers groupes sociaux. Par exemple, on pourrait différencier entre hommes et femmes, ou entre bien portants et malades. Ainsi, selon que l'on différencie la conversion en rente ou que l'on mutualise l'ensemble des probabilités de décès, on dessine des schémas implicites différents de redistribution<sup>(11)</sup>.

L'évolution des taux de mortalité comporte deux aspects : l'adaptation des prestations d'assurance vieillesse aux tendances de la mortalité, et l'incertitude sur ces tendances. À taux d'épargne et âge de la retraite fixés, une baisse des taux de mortalité — soit une augmentation de l'espérance de vie — impliquera de moindres prestations annuelles. En d'autres termes, un régime à cotisations définies s'adapte aux progrès de la longévité par une baisse régulière des taux de remplacement, ou par un ajustement du taux d'épargne ou de l'âge de la retraite (ou les deux)<sup>(12)</sup>.

Les modalités d'ajustement du système de retraite aux évolutions de la mortalité dépendent de la capacité et de la propension des travailleurs à prolonger leur activité professionnelle. Cette capacité et cette propension sont liés aux progrès de l'état de santé, aux emplois disponibles et aux gains tout au long de la vie active (les générations les plus favorisées préférant probablement partir précocement en retraite)<sup>(13)</sup>. On peut présumer que la capacité au travail et l'intérêt à l'activité professionnelle augmente avec l'espérance de vie, mais pas nécessairement de façon automatique et paral-

(10) Blake, Burrows et Orszag (1998) ont proposé que l'État émette des bons dont le rendement varierait avec l'évolution de la mortalité, de façon à permettre aux compagnies d'assurance de supporter le risque de longévité.

(11) Offrir la même rente aux hommes et aux femmes revient à opérer une redistribution des hommes vers les femmes. Toutefois, si l'on différencie entre hommes et femmes, on aboutit à la situation qu'à espérance de vie donnée, un homme perçoit une pension de retraite plus élevée qu'une femme. Si la tarification des rentes peut varier avec l'état de santé, un autre facteur de risque survient avec l'ignorance des jeunes cotisants de la classe de risque santé à laquelle ils appartiendront quand ils seront plus âgés.

(12) L'augmentation de l'âge légal de la retraite est un moyen de réduire les prestations ; elle peut être sans incidence sur l'âge moyen effectif de liquidation des pensions.

(13) Costa (1998).



lèle. Ainsi, l'ajustement optimal à la progression de l'espérance de vie est probablement une augmentation moins que proportionnelle de l'âge de la retraite et en conséquence une hausse de l'effort d'épargne. Donc, un régime à cotisations définies devrait comporter un âge croissant d'ouverture des droits à la retraite et un taux de cotisation en progression pour les générations futures<sup>(14)</sup>. Toutefois, si l'analyse économique de l'augmentation des taux de cotisation est aisée, sa mise en œuvre peut rencontrer de sérieuses difficultés<sup>(15)</sup>.

Au delà du problème de l'ajustement aux tendances de la mortalité, il faut également prendre en compte l'incertitude qui entache cette tendance. Au cours du temps, les gestionnaires acquièrent de l'information. À taux de cotisation et âge de la retraite inchangés, seules les pensions futures changent quand l'incertitude sur la mortalité se dévoile. En d'autres termes, un système à cotisations définies bien régulé devrait adapter périodiquement sa législation. Et bien qu'il n'existe aucune règle imposant à un tel système de se modifier, il est probable que l'optimum n'est pas dans la stabilité des règles de calcul des prestations..

## **La détermination des prestations dans un régime préfinancé à prestations définies**

Pour mesurer les différences entre les deux systèmes, on décrit dans cette section les modalités d'ajustement d'un système provisionné de retraite à prestations définies aux rendements du portefeuille de placements, aux évolutions de la mortalité et à l'incertitude sur ces évolutions<sup>(16)</sup>. Dans un système à cotisations définies, les travailleurs supportent les risques d'accumulation et de conversion en rente. Lorsque l'on passe à un système à prestations définies, le risque est transféré des retraités vers les autres partenaires du système et vers les périodes futures<sup>(17)</sup>. L'interrogation centrale réside dans la façon dont les prestations et les cotisations s'ajustent au cours du temps en réponse à des changements économiques et démographiques qui affectent la taille des réserves accumulées.

Les régimes à prestations définies peuvent être organisés de multiples

(14) Une autre question est celle de savoir si au sein d'une génération donnée les taux de cotisation pourraient varier selon l'âge, comme c'est le cas en Suisse.

(15) En présence de taux d'intérêt réels positifs, une augmentation de l'espérance de vie requiert une hausse moins que proportionnelle des taux de cotisation nécessaires au financement d'un taux de remplacement donné. Faire varier les taux de cotisation selon les générations risque d'accroître la complexité du recouvrement des cotisations. Enfin, une augmentation régulière de l'âge de la retraite peut entraîner un recours croissant au programme d'assurance invalidité.

(16) Un grand nombre d'études comparent les systèmes à prestations et à contributions définies. Se référer par exemple à Bodie, Marcus et Merton (1988), et à Diamond (1995).

(17) On suppose dans cette analyse que les personnes actuellement en retraite ne supportent pas un risque significatif d'ajustement des prestations après la liquidation.

manières. À une extrémité du spectre, ils peuvent être installés dans une perspective de stabilité pour les générations futures tant que de nouvelles prestations et de nouveaux prélèvements ne sont pas décidés. Une position intermédiaire consiste à prévoir un ensemble d'ajustements des prestations et des cotisations pour les générations futures qui bénéficieront probablement d'un allongement de la durée de la retraite : c'est ainsi que fonctionne le système américain. Enfin, à l'autre extrémité du spectre, la plus proche d'un système à cotisations définies, les prestations pourraient être indexées sur l'espérance de vie, par un recul progressif de l'âge de la retraite<sup>(18)</sup>. Ces différents systèmes ont chacun leurs modalités particulières d'ajustement aux évolutions de la mortalité et à l'acquisition d'information qui réduit l'incertitude sur ces évolutions. Ainsi, ils répartissent différemment les risques de taux de rendement et liés à l'incertitude sur la mortalité, et d'une façon également différente des régimes à cotisations définies. Dans un régime à prestations définies, les risques peuvent être répartis sur une échelle plus large, et cette plus large mutualisation procure des avantages économiques.

L'adoption de règles pérennes d'indexation des pensions pour tenir compte de l'inflation et de la progression des salaires réduit la fréquence des modifications de la législation d'assurance vieillesse. L'idée d'indexer l'âge de la retraite sur l'espérance de vie conforterait cet état de fait. De même, l'incorporation dans la législation présente des révisions futures des prestations et des prélèvements pourrait aussi réduire la fréquence des ajustements de la législation. Néanmoins le système de retraite continuerait à connaître des évolutions périodiques, quoiqu'éventuellement espacées, pour tenir compte des changements économiques et démographiques. En conséquence, la qualité de l'ajustement d'un régime à prestations définies à des évolutions démographiques et économiques différentes de celles prévues constitue un enjeu crucial. Les réactions de la législation à des écarts entre les résultats observés du fonds de réserve et les résultats attendus peuvent prendre plusieurs formes : d'amples ajustements peu fréquents ou de petits ajustements réguliers ; des ajustements progressifs ou brutaux ; des ajustements asymétriques dans les hausses et les baisses des prestations ou des prélèvements.

Le système de retraite public est un programme installé pour l'ensemble de la population active et des familles, et à ce titre il doit éviter une trop grande brutalité de ses évolutions. Compte tenu de la taille des fonds gérés et de l'intérêt de changements graduels, il est souhaitable de protéger le régime de retraite des fluctuations conjoncturelles du budget de l'État et d'adopter une approche d'anticipation à long terme des réformes nécessaires à l'équilibre actuariel. Les mécanismes politiques permettant de mettre en œuvre cette approche reposent sur des prélèvements et des réserves strictement affectées au financement des retraites, ainsi que sur une grande trans-

(18) La Suède vient de mettre en place une règle semblable.

parence et un grand professionnalisme dans la publication des projections financières réalisées par le Bureau de l'Actuariat.

Tous les systèmes de retraite ont en commun de requérir des ajustements pour remplir leur objectif social. La qualité de ces ajustements constitue un élément fondamental de l'évaluation des propriétés de ces systèmes. Un système à cotisations définies ne s'expose certes pas au risque d'insolvabilité<sup>(19)</sup>, mais comme on l'a vu il nécessite cependant des ajustements périodiques. Même avec de bonnes règles d'indexation, un système à prestations définies nécessite lui aussi des ajustements. Avec de bonnes méthodes d'ajustement, un système à prestations définies est supérieur à un système à cotisations définies en ce qui concerne la répartition des risques. Mais la qualité de l'ajustement est liée aux structures de décision politique qui permettent de le mettre en œuvre, et celles-ci entrent en ligne de compte dans la comparaison des deux systèmes. En l'absence de tout ajustement, lorsque les probabilités de décès diminuent, le taux de remplacement baisse dans un système à cotisations définies, tandis que les prélèvements doivent augmenter dans les systèmes à prestations définies pour faire face à des besoins de prestations en augmentation. La qualité et la fréquence des ajustements permettent donc d'améliorer la régulation du système de retraite, et ce quelque soit le mode de gestion retenu — cotisations ou prestations définies —, et ceci dépend du processus de décision politique.

## La conversion en rente et la protection de la famille

Dans tout ce qui précède, on a supposé que les règles de la conversion en rente étaient fixées par l'État. On pourrait toutefois envisager de laisser aux individus le choix des modalités de cette conversion, d'autant que l'idée de rendre obligatoire dans les plans de retraite privée cette conversion pourrait se heurter à des obstacles politiques<sup>(20)</sup>. Il est donc important d'examiner les comportements des individus face à des choix en matière de conversion de leur épargne en rente.

Deux questions doivent alors être résolues. La première est celle de la capacité des individus à opérer les choix les meilleurs pour eux-mêmes. La seconde concerne l'incidence du choix du mode de conversion sur le niveau de vie du dernier survivant de la famille, le plus souvent l'épouse.

---

(19) Sous réserve des risques d'insolvabilité liés à la forme viagère des prestations, et ce tant dans le cas de rentes versées par des assureurs privés que dans celui de rentes garanties par un régime public.

(20) Le Conseil de l'assurance vieillesse (1997) a formulé deux propositions qui autorisent une certaine latitude des choix individuels de conversion en revenu de l'épargne accumulée. Les comptes personnels de titres (PSA) n'imposent aucune restriction dans la forme de la prestation. Les comptes individuels (IA) rendent obligatoire la conversion en rente, mais laissent le choix entre le calcul d'une rente pour l'individu ou pour le couple avec une réversion. Une situation intermédiaire, qui correspond au mécanisme retenu au Chili, consiste à limiter les retraits mensuels sur les comptes de retraite non convertis en rente.

## 1. Taux de pauvreté parmi les personnes âgées selon l'âge, le sexe et l'état civil

En %

	65 ans et +	65-74 ans	75-84 ans	85 ans et +
<i>Hommes</i>	8,9	8,1	9,7	13,2
• mariés	6,6	6,0	7,5	10,5
• veufs	15,0	13,7	15,7	16,7
• divorcés, séparés, jamais mariés	17,6	18,1	16,5	— <sup>(*)</sup>
<i>Femmes</i>	15,7	12,7	18,9	22,7
• mariées	6,4	5,6	8,0	— <sup>(*)</sup>
• veuves	21,5	18,9	23,2	23,8
• divorcées, séparées, jamais mariées	26,0	25,6	27,0	— <sup>(*)</sup>
<i>Ensemble</i>	12,9	10,7	15,3	19,8

Note : (\*) Non disponible en raison de faibles effectifs.

Source : Enquête auprès des ménages (« Current Population Survey ») de mars 1993, repris dans *United States House of Representatives Committee on Ways and Means* (1994).

Avant d'autoriser toute possibilité de choix individuel, il convient de bien mesurer les conséquences sur la situation économique des veuves. Les taux de pauvreté parmi les veuves sont d'ores et déjà plus élevés que parmi les couples (tableau 1) et les femmes dont le conjoint décède connaissent une chute brutale de leurs revenus (Holden, à paraître en 1998). C'est pourquoi de nombreux travaux préconisent une amélioration de la protection sociale des veuves à l'intérieur du régime de retraite public<sup>(21)</sup>.

Laissés à eux-mêmes, les individus n'évaluent pas correctement les avantages de la conversion en rente. À l'heure actuelle, le marché américain des rentes viagères personnelles est extrêmement faible<sup>(22)</sup>. La présence de phénomènes d'anti-sélection explique une part de ce phénomène, mais ne suffit pas à rendre compte en totalité de la faiblesse du marché. De plus, des études britanniques suggèrent que les personnes qui contractent des rentes viagères ne se préoccupent généralement pas de la protection contre l'inflation lorsque l'option en faveur d'une telle protection est possible. Bien

(21) Cf. par exemple Burkhauser et Smeeding (1994).

(22) Cf. Friedman et Warshawsky (1990), Mitchell, Poterba et Warshawsky (1997) et Poterba (1997). Une distinction importante est à opérer entre les flux de revenu conditionnés à la survie, et les « rentes variables » qui sont en réalité des supports d'épargne qui bénéficient d'avantages fiscaux, offerts par les assureurs privés qui comportent une option de conversion en rente. Cette option semble être rarement utilisée (Treaster, 1998), quoique cette affirmation mériterait d'être étayée par des données statistiques, qui ne sont pas disponibles à ce jour.

que des bons d'État et des rentes viagères indexées sur les prix aient été offerts à une certaine période au Royaume-Uni, les individus choisissent à une majorité écrasante des rentes non indexées<sup>(23)</sup>.

De même, une forte proportion de personnes actives opte en faveur de rentes individuelles et néglige les rentes avec réversion<sup>(24)</sup>. Les rentes individuelles étaient très fréquentes dans les plans de retraite d'entreprise avant la législation ERISA (1974), mais les choses ont commencé à changer avec l'entrée en vigueur de cette législation qui a institué une réversion de 50 % dans le plan de base. Holden (1997) estime que 48 % des hommes dont la retraite a commencé avant 1974 disposaient de rentes avec réversion, contre 64 % chez ceux dont la pension a débuté après 1974. De son côté, la Cour des Comptes des États-Unis (General Accounting Office, 1992) estime que la proportion de personnes qui choisissent des rentes individuelles sans réversion a baissé de 15 points après la loi sur la retraite de 1984 (« Retirement Equity Act », REA), qui impose un acte notarié stipulant l'approbation de l'épouse avant la signature d'un contrat de rente sans réversion<sup>(25)</sup>. Au total, l'importance des conversion en rente avec réversion semble très sensible au contexte législatif.

Les incidences des choix de conversion en rente peuvent être observées à l'aide du système d'information sur les nouveaux bénéficiaires (« New Beneficiary Data System »)<sup>(26)</sup>. Un échantillon de nouveaux bénéficiaires de la retraite publique a été interrogé une première fois en 1982, puis à nouveau en 1991. Tandis que la médiane des revenus réels de pension des couples dont les deux membres ont survécu a baissé de 23 % entre les deux interviews, elle a chuté de 75 % dans les couples de 1982 dont le mari est décédé entre 1982 et 1991<sup>(27)</sup>.

---

(23) « La majorité des rentes contractées au Royaume-Uni sont à taux fixe. De contacts avec la Banque d'Angleterre, il ressort que, malgré l'absence de données globales, il est probable que la proportion est de l'ordre de 90 %. En particulier, lorsque les individus ont des possibilités de choix entre divers types de rente, ils semblent préférer des rentes à taux fixe. 'Legal and General', un des plus importants assureurs britanniques, n'a placé aucune rente indexée en 1996, et moins de 1 % de son stock de rentes est indexé » (Alex Bowen, communication personnelle, 1997).

(24) Mitchell, Poterba et Warshawsky (1997) invoquent les résultats d'une enquête non publiée de l'Institut LIMRA réalisée en 1993 auprès de 26 compagnies d'assurance qui proposent différents types de rente. Ils rapportent que 7 % seulement des rentes comportent une réversion.

(25) Au moyen des données « TIAA-CREF », King (1996) établit que la proportion de personnes qui choisissent des rentes individuelles a baissé de 44 % en 1978 à 26 % en 1994, la moitié de cette baisse ayant été enregistrée entre 1984 et 1986. Bien que certains des paramètres de ses estimations ne soient pas significatifs malgré leur valeur élevée, Tegen (1997) met en évidence des diminutions du même ordre à partir de la mise en œuvre des législations ERISA et REA.

(26) D'après des tabulations réalisées par Coile.

(27) La médiane des diminutions des pensions réelles s'établissait à 20 % pour les couples de survivants et à 69 % pour les couples dans lesquels l'épouse est devenue veuve. La hausse des prix pendant la période 1982-1991 s'est élevée à 29 %.

Pour évaluer les incidences de la transition du système actuel à prestations définies vers un système à contributions définies, il est ainsi important de prendre en compte son impact non seulement sur les individus, mais aussi sur leur famille. En dépit des débats nourris sur les changements à apporter à la prise en compte de la famille dans la législation d'assurance vieillesse<sup>(28)</sup>, les tendances actuelles vont dans le sens du développement des comptes individuels. C'est pourquoi il est important de relever l'opposition fondamentale entre les systèmes à prestations définies qui accordent également des droits dérivés aux conjoints, et les systèmes à prestations définies dans lesquels c'est le cotisant qui prend en charge selon son choix la couverture viagère de sa famille<sup>(29)</sup>. Parce que système de comptes individuels exclut toute redistribution explicite pour tenir compte de la composition familiale, son développement constituerait un ample changement par rapport à la situation actuelle, même si en moyenne le montant des prestations resterait identique<sup>(30)</sup>. Tout changement important de structure entraîne des modifications dans la distribution des prestations selon le type de famille, dont les conséquences doivent être étudiées avec attention.

## **Le choix de portefeuille d'un fonds de retraite national**

Deux étapes sont nécessaires dans l'examen des choix de portefeuille d'un régime de retraite national. En premier lieu, il faut considérer leur incidence sur le niveau et la sécurité des prestations. Par ailleurs, il convient d'examiner leur impact sur l'ensemble de l'économie. On envisage tout d'abord le cas d'un régime provisionné à contributions définies en l'absence de choix pour le cotisant, puis celui d'un régime provisionné à prestations définies. Les problèmes qui naissent de la possibilité pour le cotisant de choisir son portefeuille d'actifs sont traités dans la section suivante.

Dans le cas d'un régime à cotisations définies, le rôle de l'État en tant que gestionnaire de portefeuille est de choisir la combinaison d'actifs la plus favorable aux cotisants en moyenne. Les réflexions des économistes académiques et d'entreprise convergent pour suggérer la constitution d'un portefeuille composé à la fois d'actions et d'obligations. En économie fermée, la théorie financière enseigne qu'en première approximation le « portefeuille de marché » composé d'une fraction identique de tous les titres

(28) Cf. par exemple United States Department of Health and Human Services, 1995, United States House of Representatives Select Committee on Aging, 1982.

(29) Le traitement des épouses divorcées relève des mêmes enjeux.

(30) Dans les plans mixtes prestations-cotisations définies comme les IA et les PSA, la prise en compte de la famille demeure dans la partie à prestations définies, mais est modifiée dans la partie à cotisations définies.

disponibles constitue un choix efficace<sup>(31)</sup>. Pour des raisons pratiques, il est raisonnable de se limiter aux titres les plus échangés. Une chose est claire en tous cas : un régime national de retraite ne devrait en aucun cas détenir exclusivement des titres du Trésor<sup>(32)</sup>.

À l'inverse, dans le cas d'un régime à prestations définies, les risques de portefeuille sont répartis sur les générations successives de cotisants. En conséquence, une chute des marchés financiers sera supportée par un nombre de cotisants bien plus élevé que les seuls cotisants qui investissent aujourd'hui sur les marchés. Ainsi, les travailleurs couverts par un plan de retraite à prestations définies qui s'ajuste convenablement aux résultats du marché pourront mieux supporter les risques de marché que les bénéficiaires de plans à cotisations définies. Les portefeuilles des régimes à prestations définies doivent donc être au moins aussi risqués que ceux des régimes à cotisations définies. Il est donc encore moins raisonnable de les composer exclusivement de titres du Trésor.

Il est permis de s'interroger sur le point suivant : peut-on dire que, compte tenu de sa taille, le portefeuille d'un régime public de retraite pourrait s'affranchir des règles précédentes ?<sup>(33)</sup> L'argument selon lequel de tels investissements publics pourraient pénaliser l'économie n'est pas décisif. En revanche, on avance parfois l'idée que la constitution par le régime public de retraite d'un portefeuille équilibré comme le feraient des plans de retraite privée est un jeu qui n'en vaut pas la chandelle<sup>(34)</sup>. Alan Greenspan (Président de la Banque centrale américaine) a ainsi estimé que « sauf si l'épargne nationale augmente, les investissements des fonds du régime public dans des actifs privés vont probablement accroître leur rendement, mais vont dans le même temps, en première approximation, réduire les rendements des plans de retraite privés à due concurrence. Sans augmentation des flux d'épargne privée, les organismes de retraite et les assureurs privés, parmi l'ensemble des détenteurs d'actifs privés, vont être incités à vendre des actions et des obligations privées à haut rendement au régime public et à acheter des bons du Trésor à faible rendement. Cela risque d'entraîner une hausse des primes d'assurance vie et à une baisse des rendements des plans de retraite à contributions définies, sans gain global pour notre système de retraite ».

---

(31) Toutefois, comme l'économie américaine est ouverte sur l'extérieur, il est souhaitable d'investir une partie de l'épargne à l'étranger.

(32) Les enjeux politiques des choix de portefeuille sont discutés dans d'autres communications à cette conférence, ainsi que les aspects politiques de l'intrusion de l'État dans les décisions des entreprises.

(33) Pour une discussion de ce problème, se référer à Munnell et Balduzzi (1998).

(34) Par exemple, si les grands plans de retraite privée modifient la composition de leur portefeuille dans le sens inverse du régime public de retraite, le risque global restera inchangé.



Cette affirmation ne tient pas compte des distributions très sensiblement différentes des pensions publiques, des pensions privées et des autres revenus du patrimoine parmi les personnes âgées<sup>(35)</sup>. Ces différences peuvent être approchées en observant la composition du revenu des personnes âgées par quintile de revenu total. Dans le quintile inférieur, 81 % des revenus proviennent de la retraite publique, et seulement 6 % des pensions privées et des autres revenus du patrimoine. Dans le quintile supérieur, 23 % des revenus proviennent de la retraite publique et 46 % de la retraite privée et des revenus d'actifs. Soit le Président Greenspan exprime l'idée que les détenteurs de faible patrimoine privé ont tellement d'aversion pour le risque qu'il n'est pas nécessaire que leurs fonds de retraite s'investissent en actions, soit il suggère qu'il ne faut pas attacher d'importance à la distribution des revenus. Aucune de ces deux affirmations ne peut être acceptée.

La « première approximation » de Greenspan néglige également le fait qu'une large répartition des risques dans l'économie accroît l'efficacité des marchés de capitaux et permet de réduire les primes de risque. La répartition du risque consiste non seulement à joindre les travailleurs jeunes et à bas salaires à l'ensemble des individus qui supportent ce risque, mais aussi à transférer le risque sur les générations futures. C'est ce gain d'efficacité qui permet de réduire les primes de risque, c'est à dire le supplément au-dessus du taux d'intérêt des actifs non risqués qu'un emprunteur doit payer du fait du risque que prend le prêteur. Lorsque les primes de risques diminuent, les emprunteurs ont une propension plus importante à entreprendre des investissements risqués.

En conclusion, tout régime de retraite, à prestations comme à cotisations définies, doit opérer une large diversification de son portefeuille. Lorsqu'un régime à prestations définies a la capacité de réagir correctement aux résultats de son portefeuille, il peut atteindre un couple rendement-risque plus élevé que dans le cas de régimes à cotisations définies.

## **Le choix de portefeuille du cotisant dans un régime à cotisations définies**

Les deux propositions du Conseil de l'Assurance Vieillesse (1997) qui comportent une part de pensions à cotisations définies autorisent une certaine latitude dans le choix de portefeuille des cotisants, se rapprochant en cela des plans de retraite privés. Elles diffèrent par la taille et par les modalités qui contraignent le choix des cotisants. Les comptes individuels (« Individual Accounts », IA) construisent leur dispositif de cotisations

---

(35) Cf. Mitchell et Moore (1997), Social Security Administration, Office of Research and Statistics (1996).



définies sur le modèle des règles actuelles 401 (k)<sup>(36)</sup> : l'État impose aux cotisants un ensemble limité de fonds au sein desquels ils sont autorisés à investir. C'est ainsi que fonctionne également le plan de retraite des fonctionnaires fédéraux (« Thrift Savings Plan », TSP). Par opposition, les comptes personnels de titres (« Personal Security Accounts », PSA) reproduisent les règles en vigueur dans les comptes individuels de retraite (« Individual Retirement Accounts », IRA)<sup>(37)</sup> : les individus peuvent choisir parmi un large ensemble de placements sur les marchés, sous la seule contrainte du respect des règles applicables aux IRA. En outre, comme certaines propositions de réformes préconisent une réglementation plus contraignante que celle des IRA, on peut envisager une voie consistant à alourdir la réglementation des ces comptes individuels de retraite, dans l'esprit du système en vigueur au Chili<sup>(38)</sup>.

Lorsque l'on autorise les cotisants à choisir leurs portefeuilles, on accroît les coûts administratifs. Cet accroissement des coûts reste limité tant que l'administration continue à détenir tous les portefeuilles et offre un menu limité de services<sup>(39)</sup>. Cette démarche permet de tenir compte de la diversité des cotisants en autorisant la constitution de portefeuilles différents : en particulier, elle permet de faire varier la composition du portefeuille à mesure que le cotisant avance en âge. Dans la mesure où les cotisants agissent selon les règles de choix des investissements judicieux — lesquelles sont controversées —, ils ont la capacité de sélectionner les placements les mieux adaptés à leur aversion pour le risque. Mais s'ils ignorent les règles d'arbitrage entre rendement et risque, il est possible qu'ils entreprennent des investissements à rendement significativement plus faible que le rendement moyen des marchés financiers. L'observation des choix individuels de portefeuille dans les plans 401 (k) montre que ces choix diffèrent fortement, et s'étagent de façon continue entre le tout-obligations et le tout-actions<sup>(40)</sup>. Comme les hauts revenus ont une propension plus importante à détenir des actifs à haut risque et à haut rendement, ils obtiennent en

(36) Dans le système des comptes individuels (IA), 1,6 % du salaire est placé sur le compte, et l'épargne est obligatoirement convertie en rente au départ en retraite. Afin de préserver approximativement le degré de progressivité actuel, le solde des droits à prestations définies subit un abattement linéaire.

(37) Après une période de transition, les comptes individuels de titres (PSA) sont organisés en système à deux vitesses : une prestation forfaitaire et des comptes individuels sur lesquels sont placés 5 % des revenus cotisés. Il n'y a pas de contrainte au moment du départ en retraite quant aux modalités de libération de l'épargne accumulée.

(38) Pour des présentations du système chilien, se référer à Diamond (1994), Diamond et Valdes-Prieto (1994) et Edwards (à paraître en 1998).

(39) Le Conseil de l'assurance vieillesse retient pour hypothèse un taux additionnel de chargement égal à 10,5 points de base s'appliquant à l'épargne accumulée.

(40) Pour des données sur les investissements dans les plans 401 (k), se référer à United States General Accounting Office (1996), et Yakoboski et VanDerhei (1996).

général des rendements et des revenus de retraite plus élevés que les bas revenus<sup>(41)</sup>.

Certains économistes soulèvent l'objection que le choix par l'administration des portefeuilles autorisés dans les règles 401 (k) donne un poids trop important à l'État dans les décisions privées d'investissement. Les règles des IRA comportent certes moins de contraintes quant aux placements, mais engendrent une augmentation des coûts administratifs et rendent possible la réalisation d'investissements très peu rentables<sup>(42)</sup>. Une réponse possible à ces critiques pourrait être trouvée dans une réglementation plus stricte des intermédiaires financiers qui tiennent les comptes, question qui est traitée dans le paragraphe suivant.

Le Conseil de l'Assurance Vieillesse évalue les coûts de gestion des comptes PSA à 1 % des actifs placés. Ce taux de charge devrait en outre être le même quel que soit le niveau des différents comptes individuels. Pourtant, les coûts unitaires de tenue des comptes sont principalement des coûts fixes, liées à la sauvegarde des données enregistrés et à la communication avec les gestionnaires des comptes. Le recouvrement et le traitement des versements comportent également une forte composante de coût fixe. En conséquence, on peut s'attendre, en l'absence de subvention, à ce que les coûts de chargement soient plus élevés parmi les bas revenus, ainsi que cela a pu être observé au Chili<sup>(43)</sup>. De plus, si la législation l'autorise, certains travailleurs pourraient confier la gestion de leurs comptes à plusieurs intermédiaires, ce qui duplique les coûts et réduit la taille moyenne des comptes<sup>(44)</sup>. Les travailleurs à employeurs multiples (au même moment ou successivement pour de courtes périodes unitaires) sont particulièrement exposés à l'ouverture de comptes multiples<sup>(45)</sup>. Ce problème s'est posé notamment en Australie. On peut avoir une amplitude des emplois multiples en observant par exemple qu'en 1993, les employeurs ont rempli 223 millions de déclarations d'emploi pour seulement 128 millions de salariés.

---

(41) Ces inégalités peuvent engendrer des pressions politiques en faveur de changements de la législation.

(42) Les deux modèles peuvent avoir des propriétés différentes selon que le contexte politique facilite ou non des règles législatives relatives à la libération précoce de l'épargne et à l'obligation de sortie en rente.

(43) En pratique, beaucoup de plans de retraite privés prévoient un montant minimum sur les comptes, et écartent ainsi les petits comptes. De même, certains plans appliquent des taux de chargement plus élevés sur les petits comptes et des réductions sur les comptes plus importants.

(44) Dans les comptes individuels (IA), l'Administration de l'assurance vieillesse prévoit d'instituer un compte unique par cotisant. Sauf dans le cas où tous les revenus circulent au sein du circuit financier de l'État, les comptes personnels de titres (PSA) ne comportent pas de mécanismes qui permettent de fusionner les comptes que les travailleurs pourraient avoir ouverts auprès de plusieurs intermédiaires. Certains auteurs estiment toutefois que la diversification des placements dans plusieurs fonds n'est pas sans intérêt.

(45) On peut même imaginer, en cas de comptes multiples, que certains d'entre eux viennent en déshérence, si les gestionnaires ne parviennent pas à les identifier.

L'importance des coûts fixes de gestion selon la taille des dépôts est encore renforcée si l'on considère la distribution des gains des cotisants à la retraite publique, qui comporte bien davantage de bas revenus que l'ensemble de la distribution des gains des travailleurs à temps plein (tableau 2).

## 2. Distribution des gains annuels soumis à cotisation au régime public de retraite (salariés)

Gains annuels (en dollars)	Nombre de salariés (en millions)	(%)
Moins de 8 400	42,1	33
De 8 400 à moins de 13 200	15,4	12
De 13 200 à moins de 18 000	14,0	11
De 18 000 à moins de 22 800	12,2	10
De 22 800 à moins de 27 600	10,0	8
De 27 600 à moins de 32 400	7,8	6
De 32 400 à moins de 37 200	6,2	5
De 37 200 à moins de 42 000	4,8	4
De 42 000 à moins de 46 800	3,6	3
De 46 800 à moins de 51 600	2,7	2
De 51 600 à moins de 57 600	2,5	2
57 600 et plus	7,0	5
Ensemble	128,2	100

Source : *Annual Statistical Supplement to the Social Security Bulletin*, 1990.

Les expériences étrangères permettent d'évaluer le réalisme de l'hypothèse de coûts uniformes de chargement égaux à 1 % des placements dans les comptes individuels. Pour beaucoup d'analystes, l'expérience chilienne a fait apparaître des taux de chargement élevés<sup>(46)</sup>, mais le cas du Royaume-Uni semble plus pertinent. Dans ce pays, les travailleurs peuvent sortir librement du régime public contributif (« State Earnings Related Pension Scheme », SERPS) et choisir « une pension individuelle adaptée<sup>(47)</sup> ». Les

(46) Cf. par exemple Diamond et Valdes-Prieto (1994), Edwards (à paraître en 1998), et Valdes-Prieto (1994). L'argument selon lequel la nature spécifique de la réglementation chilienne pourrait expliquer les coûts élevés de gestion me paraît douteux. Je ne parviens pas à concevoir un modèle formel d'équilibre qui démontrerait que le fait de réglementer l'organisation générale du système de retraite et non les coûts de gestion conduit à un équilibre avec des coûts de gestion et des frais de commercialisation élevés. De plus, les coûts de gestion sont plus faibles au Chili qu'au Royaume-Uni où cette réglementation n'a pas été mise en place. Je pense plutôt que les coûts élevés sont inhérents à la possibilité de choix individuels.

(47) L'idée de permettre aux travailleurs de substituer sur option un plan de retraite à cotisations définies à la retraite publique a été suggérée aux États-Unis. Au Royaume-Uni, de fortes pressions commerciales de la part des opérateurs privés ont conduit à des cas de sorties inappropriées du régime public, et certains de ces opérateurs ont été sanctionnés et ont dû verser des compensations. Cf. Blake (1997).

coûts de gestion de ces comptes ne supportent aucune réglementation et prennent des formes très diverses, parfois peu transparentes pour les cotisants. Le schéma des coûts de chargement a été étudié par l'Actuaire du Gouvernement du Royaume-Uni (cf. encadré) : en sus des commissions à l'entrée, des coûts de gestion et des charges mensuelles, des coûts sont aussi imposés en cas de rachat anticipé du plan, qui selon Blake (1997) peuvent être très importants<sup>(48)</sup>. Les coûts de chargement sont donc certainement plus élevés que l'hypothèse retenue par le Conseil de l'Assurance Vieillesse et incluent une composante fixe considérable, bien qu'ils semblent diminuer dans la période récente, peut-être en raison de l'entrée sur le marché des fonds indiciels<sup>(49)</sup>. La complexité et l'ampleur des coûts de chargement engendrent des pressions en faveur d'une réglementation des barèmes des coûts de gestion<sup>(50)</sup>.

Il est possible d'y voir plus clair dans la grande variété des coûts de gestion en comparant simplement le ratio de la pension effectivement disponible au moment du départ en retraite, à la pension qui serait obtenue en l'absence de coûts de gestion<sup>(51)</sup>. Le ratio de chargement, complément à un de la mesure précédente, définit donc la perte de valeur du compte due aux coûts de gestion : il dépend de l'historique des cotisations du travailleur, du taux de rendement et de la structure des coûts de gestion (tableau 3). Pour un travailleur qui totalise quarante années de carrière professionnelle, des salaires qui progressent de 2,1 % par an et un portefeuille qui rapporte 4 % par an, un point de coûts de gestion réduit la valeur du compte de 20 %. Une croissance plus rapide des salaires tendrait à diminuer le ratio de chargement, puisque les cotisations les plus importantes sont versées en fin de carrière lorsque les gains sont plus importants et ne supportent les coûts de gestion que pendant une période courte. Des coûts d'entrée plus faibles diminuent le ratio de chargement de façon approximativement proportionnelle. Enfin, une carrière plus courte contribue aussi à diminuer le ratio de chargement.

---

(48) « Nous avons mis en évidence que les valeurs de rachat des contrats d'assurance-vie offerts par les organismes à but lucratif étaient en moyenne inférieurs de 27 % en deçà de la valeur à échéance lorsque le rachat intervient un an avant l'échéance » (Blake, 1997, page 289).

(49) Avec des données tronquées, Blake et Orszag (1997) estiment au moyen d'une régression non linéaire les coûts de gestion d'un travailleur représentatif. Selon ces estimations, le travailleur représentatif acquitterait en coûts de gestion environ 20 % de sa pension, soit un prélèvement inférieur à celui avancé par l'Actuariat du Gouvernement, et sensiblement identique à 1 % de coûts de gestion pronostiqués par le Conseil de l'assurance vieillesse pour les plans PSA. Blake et Orszag réestiment actuellement ces coûts à l'aide de données plus complètes.

(50) Blake (1997) écrit à propos de l'expérience britannique : « des coûts de gestion peuvent être imposés sous une déconcertante variété de formes » (page 289).

(51) Cf. Blake et Orszag (1997).

## Les coûts de chargement

Un examen des coûts de gestions prélevés par les offreurs de comptes d'épargne retraite révèlent les « fourchettes » suivantes usuellement pratiquées :

- coût d'entrée : de 5 à 10 % de la remise investie ;
- coût de gestion annuel : de 0,5 à 1,25 % des capitaux investis, avec une majorité d'offeurs prélevant des coûts de gestion dans une « fourchette » de 0,75 à 1 % ;
- coût forfaitaire : de 1,5 à 3 livres par mois, généralement indexé sur les prix ou sur les gains.

Tous les opérateurs ne prélèvent pas l'ensemble de ces charges. En particulier, de nombreux opérateurs ne prélèvent pas de charges forfaitaires.

Au total, une estimation raisonnable des coûts prélevés par les opérateurs s'établit à :

- 8 % de la remise pour le coût d'entrée ;
- 0,9 % des capitaux investis pour les coûts annuels ;
- 2,5 livres par mois pour les coûts forfaitaires.

---

*Source* : United Kingdom Government Actuary and Secretary of State for Social Security, 1996.

La ligne suivante du tableau 3 montre que le ratio de chargement d'un « offreur représentatif » au Royaume-Uni, hors le coût fixe de 2,5 livres par mois, est de 24 %, soit un niveau supérieur aux 20 % qui découlent de l'hypothèse de coûts de gestion représentant 1 % des titres gérés dans les comptes PSA selon l'hypothèse retenue par le Conseil de l'Assurance Vieillesse<sup>(52)</sup>. Les trois dernières lignes illustrent le fait que les charges initiales se reportent directement sur le ratio de chargement.

Le tableau 3 montre l'importance de comparer de façon cohérente les commissions initiales et les coûts de gestion, car pour des niveaux identiques on peut obtenir des taux de chargement très différents selon les paramètres de la carrière du cotisant. Par exemple, les coûts administratifs to-

---

(52) Le calcul, à nouveau, ne prend pas en compte certains coûts, tels que l'écart entre taux vendeur et taux acheteur, qui ne sont pas quantifiés par L'Actuaire du Gouvernement.

taux de la retraite publique sont inférieurs à 1 % des cotisations reçues. Si l'on considère que la totalité de ces coûts représentent les coûts de recouvrement et de constitution des dossiers, en ignorant les coûts de réalisation des rentes, ils peuvent être assimilés à une commission initiale de 1 %, laquelle se traduira par un taux de chargement de 1 %. Par opposition, des coûts de gestion au taux de 1 % se traduisent par un ratio de chargement égal à 20 %<sup>(53)</sup>.

**3. Ratios de chargement au Royaume-Uni**  
**Taux d'intérêt 4 %**

Progression des salaires (%)	Durée de carrière (années)	Coût d'entrée (%)	Coût de gestion (%)	Ratio de chargement (%)
0,1	40	0	1,0	21,6
1,1	40	0	1,0	20,7
2,1	40	0	1,0	19,6
3,1	40	0	1,0	18,6
4,1	40	0	1,0	17,5
2,1	40	0	1	19,6
2,1	40	0	0,5	10,5
2,1	40	0	0,1	2,2
2,1	40	0	1,0	19,6
2,1	30	0	1,0	14,8
2,1	20	0	1,0	9,9
2,1	10	0	1,0	5,0
2,1	40	8	0,9	24,5
2,1	40	1	0,0	1,0
2,1	40	10	0,0	10,0
2,1	40	20	0,0	20,0

Source : Calculs de l'auteur.

Outre l'augmentation des coûts de gestion qu'elle implique, l'approche « IRA » soulève la question des contrôles des fonds de retraite à mettre en place afin de limiter les fausses déclarations et la fraude. Il existe des intermédiaires financiers prêts à tenter des opérations frauduleuses, et on peut craindre qu'un afflux d'épargnants inexpérimentés ne provoque une vague de fraude<sup>(54)</sup>. Au Royaume-Uni, les individus font face à une variété de plans souvent complexes lorsqu'ils quittent le régime public de retraite.

(53) Dans la comparaison entre régimes à prestations et à cotisations définies, il faut tenir compte également des coûts de conversion de l'épargne en rente.

(54) Outre son impact sur les revenus de retraite, la fraude affaiblit les bases politiques des propositions de recours au marché pour le financement des retraites.

Inévitablement, le recours au marché pour offrir des services à une population hétérogène crée les conditions d'une certaine confusion et offre à certains opérateurs l'opportunité de tromper une partie des acheteurs<sup>(55)</sup>. Quelles que soient les contraintes que l'on introduira pour protéger les consommateurs, celles-ci doivent être plus strictes lorsque la décision d'achat peut être influencée par un intermédiaire.

Les coûts administratifs peuvent être limités en imposant aux opérateurs un plafond<sup>(56)</sup>, exprimé en pourcentage du montant du compte. Certes les différents types de fonds ont des coûts différents, et on pourrait envisager une variété de plafonds (selon que le fonds détient des actions ou des obligations, qu'il est ou non indiciel, qu'il investit en titres nationaux ou étrangers, qu'il investit directement ou qu'il gère un portefeuille de titres). Il est également souhaitable de vérifier les conditions dans lesquelles les coûts de chargement apparaissent dans la gestion du portefeuille : selon les cas, le taux de rendement offert peut être brut ou net de ces coûts. Lorsque l'on impose des contraintes sur les coûts de gestion, on prend le risque de voir les opérateurs refuser de prendre en gestion les petits comptes. C'est là un enjeu politique autant qu'économique.

D'une façon plus générale, une plus grande sévérité dans l'agrément des portefeuilles pourrait permettre de réduire les difficultés liées aux coûts de gestion et aux investissements peu rentables. Par exemple, l'État pourrait limiter les investissements agréés aux fonds collectifs largement diversifiés qui peuvent proposer des coûts de gestion faibles. Toutefois, une telle orientation s'expose à la remarque sur l'interférence des pouvoirs publics dans la décision d'investissement. Au total, le bilan, sur le plan politique, des avantages et des coûts, d'une part d'une réglementation stricte, et d'autre part du rôle de l'État dans la gestion des portefeuilles, reste ambigu.

Outres les coûts supportés par les travailleurs, des coûts supplémentaires sont liées aux transferts des cotisations versées par les travailleurs, des employeurs qui les prélèvent sur les salaires vers les opérateurs financiers<sup>(57)</sup>. Pour un quart de la population environ, ces transferts sont régis par la législation 401 (k), mais dans les autres cas les règles sont différentes, et il y a un besoin de remise à plat des dispositions actuellement en vigueur. Le facteur déterminant des coûts est la fréquence des versements sur les comptes individuels<sup>(58)</sup>. À l'heure actuelle, ni l'Administration de l'Assurance Vieillesse ni les employeurs n'ont besoin de conserver les relevés de verse-

---

(55) Dès lors que l'on écarte les représentations iréniques du comportement de l'État, il est logique de ne pas retenir une vision fantasmatique du fonctionnement des marchés.

(56) Cf. Dickson (1997), et Goodfellow et Schieber (à paraître en 1998).

(57) Cf. Pozen (1997).

(58) Les coûts imposés par les opérateurs financiers dépendent aussi du montant des versements sur les comptes. De nombreux fonds collectifs imposent d'ailleurs des seuils minima quant à la taille du compte et le montant des versements.



ment des cotisations pendant plus d'un an<sup>(59)</sup>. Si les versements devaient être faits à des organismes privés, les entreprises devraient transférer des fonds à un grand nombre d'organismes, sauf à mettre en place des procédures de compensation entre ces organismes.

À l'heure actuelle, les services fiscaux et l'Administration de l'Assurance Vieillesse (SSA) ont pour mission de vérifier que les impôts et les cotisations dus leur parviennent effectivement et que les revenus sont correctement déclarés. Chaque année la SSA traite les 6,5 millions de déclarations de salaires établies par les employeurs pour 220 millions d'emplois salariés. 80 % de ces déclarations sont sur support papier, et correspondent à des entreprises comprenant en moyenne 12 salariés. L'Administration détecte les discordances entre les déclarations des employeurs et les informations sur les assurés qu'elle a précédemment enregistrées, et traite les plus courantes d'entre elles, comme des inversions dans le numéro de sécurité sociale ou des erreurs d'orthographe des noms de personnes, au moyen de programmes automatiques. Enfin, elle traite manuellement 3 % des cas qui correspondent à des informations manquantes ou qui font suite à l'échec des programmes automatiques de correction. Dans ces cas, elle entre en contact avec l'employeur et l'employé. Il s'agit donc de missions considérables, et l'on peut se demander qui les prendra en charge dans le système des comptes individuels.

Un autre enjeu important concerne les défaillances de paiement des cotisations, qui concernent particulièrement les entreprises proches de la faillite. À l'heure actuelle, c'est la retraite publique qui en supporte le coût et non les travailleurs, puisque les prestations sont déterminées par rapport aux revenus cotisables et non aux cotisations effectivement encaissées. Il est peu probable qu'une telle garantie puisse subsister si les paiements doivent être effectués auprès d'opérateurs privés. Un tel système doit donc être entouré de contrôles. Sauf dans le cas où l'Administration de l'Assurance Vieillesse restait au cœur des circuits financiers, la large mutualisation des risques de défaillance dont dispose aujourd'hui le système de retraite américain serait sans doute atténuée.

En plus des coûts liés à l'amorçage du système et à la gestion des flux financiers, un système de comptes individuels avec choix de portefeuille pour le cotisant nécessiterait une formation de ce dernier. De nombreuses firmes qui ont institué des plans 401 (k) proposent à leurs salariés des formations aux méthodes de choix de placement, qui modifient effectivement les comportements de choix de portefeuille<sup>(60)</sup>. Ceci soulève alors les deux questions suivantes : qui contrôle le contenu des formations proposées ? Qui les finance ?

---

(59) Les employeurs paient régulièrement les cotisations, mais c'est seulement une fois l'an qu'ils doivent identifier les salariés individuels pour lesquels ces cotisations ont été payées. Jusqu'en 1978, cette déclaration était trimestrielle. La déclaration annuelle a été introduite pour alléger les formalités administratives imposées aux employeurs.

(60) Cf. Bernheim et Garrett (1996).



Un ultime enjeu concerne les interactions entre la retraite publique et le dispositif de minimum de ressources en faveur des personnes âgées (« Social Security Income », SSI). Compte tenu de l'existence de ce programme, une personne à bas revenus, proche d'être éligible au minimum de revenu pour les personnes âgées, a peu à perdre et beaucoup à gagner à constituer un portefeuille de titres hautement risqués. Or, les comptes individuels de titres (PSA) n'imposent pas de contraintes quant au niveau du risque que supportent les épargnants. Dans ces conditions, le développement de tels dispositifs pourrait accroître le coût du programme SSI, ce qui rendrait difficile l'amélioration de la protection offerte par ce dispositif, alors même que certains analystes jugent une telle amélioration souhaitable.

En résumé, le fait de permettre aux individus de choisir les titres dans lesquels placer leur épargne dans les régimes à cotisations définies entraîne des coûts supplémentaires, qui seront élevés si les portefeuilles ne sont pas détenus par des organismes publics. La possibilité de gains d'efficacité économique avec de tels dispositifs dépend du bilan entre les avantages d'une meilleure adaptation des choix de portefeuille aux préférences individuelles pour certains épargnants, et les coûts de placements moins favorables pour ceux des épargnants les moins expérimentés, susceptibles de commettre des erreurs ou d'être induits en erreur par les marchés.

## La constitution d'un ample fonds de réserve

Il est permis d'envisager la constitution et la pérennisation d'un fonds de réserve d'une ampleur beaucoup plus importante que celle des réserves actuelles de la retraite publique, et ce en restant dans le système actuel comme en passant à des comptes individuels<sup>(61)</sup>. Deux arguments permettent de soutenir cette proposition. Du point de vue de la retraite publique, un fonds de réserves plus important permet d'offrir aux générations futures un meilleur rendement de leurs cotisations, au prix d'un moindre rende-

---

(61) Il est bien connu qu'en régime de croissance régulière, le rendement d'un régime de retraite organisé exclusivement en répartition est égal au taux de croissance de l'économie, alors que le rendement d'un système de retraite entièrement préfinancé est égal au taux d'intérêt. En présence d'un système de retraite préfinancé, si le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt et va durablement le demeurer, alors l'économie connaît un régime de suraccumulation, et il est optimal au sens de Pareto de réduire la taille de la retraite préfinancée. Mais on ne doit jamais oublier que la proposition réciproque est *fausse*. Le fait que le taux de croissance soit inférieur au taux d'intérêt n'implique pas que l'on puisse gagner au sens de Pareto à accroître l'épargne accumulée en vue de la retraite. En effet, dans ce cas, l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance ne constitue pas un indicateur suffisant pour établir les avantages d'un accroissement du préfinancement, car si une telle décision va améliorer le niveau de vie des générations futures qui vont bénéficier d'un meilleur rendement de leur retraite, elle implique que les générations présentes abandonnent de leur niveau de vie et contribuent davantage afin de constituer les réserves.

ment pour les actifs et les retraités d'aujourd'hui<sup>(62)</sup>. Du point de vue macro-économique, la constitution de larges réserves est un moyen d'accroître l'épargne nationale en permettant à la retraite publique de dégager des excédents.

Pour constituer des réserves, il faut imposer davantage les actifs et les retraités d'aujourd'hui afin d'alléger la charge qui pèsera sur les générations futures<sup>(63)</sup>. Il faut toutefois traiter à parts égales les deux côtés de ce jeu sur les cotisations et les prestations, et éviter de mettre en avant les seuls avantages futurs de la constitution de réserves et d'omettre les coûts pour les générations présentes. La constitution de réserves rend la retraite publique plus rentable pour les générations futures, mais elle la rend moins rentable pour les personnes qui vont contribuer à la formation de ces réserves. Cette proposition renvoie ainsi une image inversée des effets de la mise en place de la retraite publique, qui a avantage les générations présentes à l'origine relativement aux générations ultérieures.

Dans un système à prestations définies, il n'y a pas de contraintes quant au choix du niveau des réserves supplémentaires. Dans un système mixte cotisations-prestations définies, l'importance des réserves globales dépend de la taille des réserves constituées dans la partie à prestations définies, et de l'importance relative de la partie à cotisations définies qui est entièrement capitalisée. Plus amples sont les réserves, plus importantes sont les baisses de prestations et les hausses de cotisations requises pour l'accumulation. Plus forte est la baisse des prestations, plus faible est la hausse des taux de cotisation. Par ailleurs, par delà la taille souhaitée des réserves, la vitesse à laquelle cette taille est atteinte affecte également l'ampleur des hausses de cotisations initialement requises et la répartition du coût de la constitution des réserves entre les générations successives. Par exemple, la proposition de comptes individuels de titres (PSA) exigent une augmentation de 1,52 point de cotisations sur les salaires pendant 72 ans (et empruntent 1 900 milliards de dollars au Trésor qu'ils lui rembourseront avec intérêt). D'autres propositions pourraient prévoir des schémas différents de réduction des prestations et entraîneraient d'autres hausses de cotisation, une « période de transition » plus courte requérant des hausses plus importantes des cotisations, un moindre provisionnement entraînant de moindres hausses des prélèvements.

---

(62) Un accroissement de la taille du fonds de réserve va également modifier l'économie politique des ajustements futurs du système de retraite. À l'inverse certains contextes institutionnels peuvent affecter la stabilité politique nécessaire à l'existence pérenne du fonds de réserve.

(63) On ne traite ici que de l'opportunité de la constitution de réserves, et on néglige les problèmes de gestion des actifs. À mesure que le fonds de réserve se développe, il est probable qu'il parvienne à améliorer son rendement en modifiant son portefeuille (indépendamment de la question de la diversification des risques), et ce gain de rendement peut à son tour être mis en réserve, bénéficier aux générations futures et accroître l'épargne et la richesse nationales.

Lorsque l'on cherche à déterminer la taille des réserves à constituer dans la retraite publique, il faut considérer l'arbitrage entre les coûts pour ceux qui vont payer davantage de cotisations ou percevoir de moindres prestations, et les gains pour ceux qui bénéficieront d'un système de retraite mieux provisionné. Pour prendre la mesure de cet arbitrage, il faut déterminer de combien la constitution de réserves peut réduire le taux de cotisation d'équilibre à long terme du régime pour toutes les générations futures. De nombreux facteurs influencent cet arbitrage<sup>(64)</sup>. Au surplus, il doit être considéré sous l'angle de l'efficacité de la retraite publique et sous celui du fonctionnement de l'économie dans son ensemble. Pour amorcer le raisonnement, supposons qu'une modification des cotisations et la formation consécutive de réserves n'ont aucune incidence sur l'offre de travail, les salaires et le taux d'intérêt. Dans ce modèle très simple, chaque dollar placé en réserve réduit les cotisations de long terme de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. En d'autres termes, les réserves produisent des intérêts, mais comme le montant des prestations à servir s'accroît au rythme de la croissance de l'économie, les réserves doivent être accrues pour maintenir constant le rapport réserves-prestations. Donc les cotisations d'équilibre à long terme sont réduites du montant égal à l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance, multiplié par le montant des réserves accumulées. Par exemple, si le taux d'intérêt s'élève à 4 % par an, le taux de croissance des salaires à 1 %, le taux de croissance de la main d'œuvre à 1 %, tout dollar supplémentaire placé en réserve rapportera 4 cents, dont 2 cents pour maintenir le rythme de la croissance économique (2 %, soit 1 % de progression des salaires et 1 % de progression de l'emploi), et 2 autres cents qui peuvent être utilisés à baisser les cotisations.

À long terme, comme une partie du revenu qui est rendu aux générations futures par la baisse des cotisations est épargnée, le capital s'accroît dans l'économie davantage qu'à due concurrence de la constitution des réserves. Cette tendance est toutefois limitée par le fait que certains ménages n'épargnent pas, que les plans de retraite d'entreprise pourraient se réduire (indépendamment de toute substitution de l'épargne publique à l'épargne privée), et que les dépenses des administrations, nettes des impôts, pourraient augmenter. Il va de soi que l'économie politique de la réaction du budget de l'État est sans doute l'élément le plus important pour apprécier l'impact des ajustements de la retraite publique sur l'épargne nationale.

Quelque doute qu'il y ait sur le niveau du capital après prise en compte des acteurs précédents, il est certain que l'augmentation du stock de capital dans l'économie augmente les salaires et réduit le taux d'intérêt. Ces effets en retour modifient les recettes des administrations et altèrent la propension à épargner. La baisse des taux d'intérêt réduit les gains qu'apportent

(64) Une façon habituelle de représenter cet arbitrage consiste à se placer dans le cadre d'un modèle à générations imbriquées à deux périodes. Cf. Bohn (1997a et b), Diamond (1998).

les réserves à la retraite publique. L'augmentation des salaires augmente les recettes de cotisations et les prestations à financer si le taux de remplacement reste constant. Au total, l'effet net sur la retraite publique est moins favorable que dans le modèle élémentaire précédent. En l'absence de modèle de simulation, il est difficile d'évaluer l'impact *ex post* sur la retraite publique, et on ne peut qu'être sceptique devant des travaux qui négligent certaines des interactions qui viennent d'être décrites<sup>(65)</sup>.

Un fonds de réserve qui entraîne une diminution du taux de cotisation de long terme a également un impact sur l'ensemble de l'économie. Considérons en particulier l'impact sur l'ensemble des finances publiques, et supposant que le reste du système fiscal ne réagit pas<sup>(66)</sup>. Il y a trois éléments essentiels dans l'analyse du budget de l'État, chacun d'entre eux ayant des effets de retour sur l'équilibre. Une augmentation du capital accumulé consécutif à la constitution de réserves publiques entraîne une hausse des recettes des impôts sur les revenus du patrimoine. De plus, elle entraîne une baisse du taux d'intérêt, qui à son tour diminue les recettes fiscales mais aussi la charge des intérêts de la dette publique. Par ailleurs, elle a pour conséquence d'augmenter les salaires, et donc d'accroître les recettes de l'impôt sur le revenu. Au total, l'impact des réserves est différent sur la retraite publique et sur les finances publiques dans leur ensemble. Dans la mesure où le régime de retraite publique est financé par une ressource fiscale affectée et que les prélèvements au titre de la retraite publique sont distribués différemment des autres impôts, ceci a des conséquences redistributives importantes. Enfin, ceci montre que si l'on veut stimuler l'épargne en augmentant les prélèvements, on peut le faire en utilisant indifféremment l'impôt sur le revenu et les cotisations.

La constitution de réserves dans le régime de retraite public est un moyen pour rendre la retraite publique plus rentable pour les générations futures, au prix d'un moindre rendement pour les générations présentes. Elle est

---

(65) Feldstein et Samwick (1997) retiennent dans leurs calculs sur les comptes individuels l'hypothèse d'un taux d'intérêt à 9 %. Leur article peut s'appliquer au problème de la constitution des réserves dans le régime de retraite publique, avec la seule remarque qu'un fonds de réserve central pourrait avoir des coûts de gestion plus faibles et donc un rendement plus élevé. Ils estiment qu'une augmentation temporaire des cotisations afin de préfinancer entièrement le système permettrait de baisser à long terme le taux de cotisation d'environ deux points. Ces estimations sont pour le moins controversées. Il ne me paraît pas raisonnable de combiner les hypothèses suivantes : 1. Que toute l'épargne supplémentaire s'investit dans le secteur privé ; 2. Qu'une augmentation de 34 % du stock de capital n'a pas d'effet sur le taux d'intérêt ; 3. Que le secteur privé n'a pas de pouvoir de marché (si bien que les rendements moyens et marginaux du capital sont identiques) ; 4. Que l'État fédéral peut affecter au régime de retraite publique les recettes des impôts locaux sur le patrimoine ; 5. Que les coûts administratifs des comptes individuels régis par la législation « IRA » pourraient s'élever à seulement 30 points de base ; 6. Et que la conversion en rente peut être réalisée par le marché à un taux d'intérêt toujours égal à 9 %. Au surplus, l'assurance invalidité n'est pas prise en compte dans leurs calculs, en ce qui concerne tant les prestations d'invalidité que les pensions de retraite versées à d'anciens invalides.

(66) D'autres représentations du comportement du Congrès pourraient naturellement conduire à des conclusions différentes quant au niveau de long terme du stock de capital.

aussi un moyen, parmi d'autres, pour accroître l'épargne nationale, en augmentant les cotisations ou en diminuant les prestations. En restaurant l'équilibre actuariel, on réduit les inquiétudes des jeunes générations sur la pérennité à long terme de la retraite publique, et ce d'autant plus que les réserves sont importantes.

## Les incidences sur le marché du travail

Il est parfois soutenu que la transition d'un système à prestations définies vers un système partiellement à cotisations définies pourrait améliorer l'efficacité du marché du travail en « renforçant le lien » entre cotisations et prestations. En réalité, l'analyse complète des effets des propositions de réforme de l'assurance vieillesse ne permettent guère de conforter cette affirmation, tant il est vrai qu'il n'est pas aisé de comparer les conséquences sur le marché du travail du choix en faveur d'un système de retraite ou d'un autre. La question se résume à deux aspects : le choix du départ en retraite, et l'offre de travail des travailleurs jeunes qui supportent les cotisations de retraite.

On ne peut mettre en doute que le système de retraite affecte la décision de partir en retraite. L'argument principal est sans doute que la possibilité de percevoir des revenus de retraite incite à passer à l'inactivité ceux des travailleurs qui, n'ayant pas épargné suffisamment, ne seraient pas partis en retraite en l'absence de dispositif public. Et il est vrai que la proportion importante de personnes qui demandent leurs droits à la retraite sitôt que possible accrédite cette thèse, et ce d'autant plus que les travailleurs âgés ne semblent pas supporter une taxation implicite du travail très élevée. L'argument d'une désincitation au travail du fait de la perspective de percevoir des revenus en inactivité semble ainsi l'emporter sur celui des distorsions sur le marché du travail<sup>(67)</sup>. Néanmoins, la condition de gains dans le calcul de la retraite du régime public a certainement des effets sur les comportements d'activité de certains travailleurs âgés<sup>(68)</sup>.

La condition de gains fait que le régime de retraite offre des prestations plus faibles à ceux des assurés qui perçoivent encore des revenus d'activité importants, ce qui permet d'améliorer les pensions de ceux qui ont cessé toute activité et de ceux qui s'arrêteront dans l'avenir<sup>(69)</sup>. Parmi les person-

(67) Cf. Diamond et Gruber (à paraître en 1998).

(68) Cf. Friedberg (à paraître en 1998).

(69) Les individus connaissent des situations très différentes quant à l'emploi et à la couverture vieillesse. Chaque individu est en situation d'incertitude face à son état de santé, sa motivation au travail, ses opportunités d'emploi. Ces différences de caractéristiques et ces aléas concourent à une très grande diversité de la durée de la carrière. Comme la formation des salaires, la durée de la carrière comporte une double dimension d'assurance et de redistribution. Il entre dans le rôle des systèmes de retraite d'opérer à la fois une redistribution des caractéristiques individuelles et une assurance des risques qui peuvent affecter la durée de la carrière.

nes qui partent précocement en retraite, certaines ont subi une chute de leurs opportunités d'emploi, quand d'autres qui disposent encore de bonnes opportunités choisissent librement de cesser leur activité. Il est clair que ce mécanisme d'assurance contre les aléas de carrière produit des distorsions des comportements d'offre de travail des personnes en situation favorable sur le marché du travail, de la même manière que tout mécanisme d'assurance modifie les comportements en présence d'asymétrie d'information. Toutefois le but de la politique économique n'est pas de réduire toutes les distorsions, mais d'atteindre le meilleur bilan possible des coûts des distorsions sur le marché du travail et des gains de bien-être liés à l'existence d'une assurance, même au prix de distorsions. De fait, les estimations disponibles ne font pas ressortir d'effets importants des changements du système de retraite sur l'âge de départ en retraite. Et de plus, le passage à un système à cotisations définies n'est pas nécessairement l'instrument le plus adapté à l'objectif de suppression de la condition de gains<sup>(70)</sup>.

Les économistes ont également soulevé la question de l'incidence des cotisations de retraite sur le fonctionnement du marché du travail dans le cas des jeunes travailleurs. L'argument selon lequel le passage à des régimes à cotisations définies pourrait amener des gains d'efficacité paraît exagéré. Les distorsions dépendent de l'ensemble du système de retraite, non seulement de sa partie à cotisations définies. Tout mécanisme redistributif crée des distorsions, que ce mécanisme porte sur les formules de calcul des pensions ou sur d'autres aspects du fonctionnement du système de retraite.

Par exemple, les effets redistributifs des comptes individuels de titres (PSA) proviennent de la moitié de la cotisation qui finance la pension forfaitaire, et engendrent clairement des distorsions<sup>(71)</sup>. Dans la formule de prestation progressive de la retraite publique, la redistribution est liée à des subventions marginales en faveur des bas revenus et des impôts marginaux sur les hauts revenus, et ces distorsions varient selon l'âge et les profils de carrière<sup>(72)</sup>. Il n'est pas aisé de dégager la solution optimale qui égalise les distorsions subies aux différents âges, et en tout cas on ne peut se limiter à des affirmations de principe sur les vertus de tel système ou de tel autre. La réponse dépend tout à la fois des besoins de revenus et des élasticités de l'offre de travail aux différents points de la distribution des revenus.

Outre les distorsions sur le marché du travail qui proviennent de la redistribution, les systèmes à cotisations définies présentent deux sources

(70) L'économie politique d'une condition de gains peut être amplement modifiée par des changements des systèmes de retraite.

(71) De même, le revenu minimum pour les personnes âgées (SSI) se caractérise par un taux marginal d'imposition de 100 % des pensions de retraite des bas revenus. Un système de type chilien, avec des effets redistributifs qui reposent sur une pension minimale garantie, exerce des distorsions importantes sur les bas revenus, mais sensiblement plus faibles sur le reste de la population.

(72) Pour une estimation des incitations de la retraite publique à accroître la volume de travail offert, cf. Feldstein et Samwick (1992).



supplémentaires de distorsion, et seule la première concerne aussi les systèmes à prestations définies. L'État a rendu obligatoire l'assurance vieillesse pour compenser le fait que de nombreux travailleurs n'épargneront pas suffisamment par eux-mêmes pour se constituer des revenus à la retraite. Ces travailleurs à faible propension à épargner sous-estiment probablement la valeur de l'épargne que l'État les contraint à constituer sous forme soit de cotisations, soit d'épargne obligatoire. Dans ce cas, ils perçoivent l'épargne obligatoire comme un impôt implicite<sup>(73)</sup>. Si de plus ils se caractérisent par un taux d'escompte psychologique élevé (du fait de leur myopie ou de contraintes de liquidité), un dollar épargné pour la retraite peut avoir au taux du marché une valeur actualisée plus faible qu'un dollar immédiatement consommé. Par exemple, la valeur actualisée d'un dollar placé pendant vingt à 8 % et escompté psychologiquement à 18 % n'est que de 17 cents. En conséquence, il y a un conflit évident d'objectifs entre le fait de forcer les individus à épargner davantage et la volonté de diminuer les distorsions sur le marché du travail, et ce quelle que soit l'organisation du système de retraite.

Les estimations des incitations sur le marché du travail sont généralement fondées sur l'hypothèse que tous les travailleurs atteignent l'âge de la retraite. Pourtant, avec les taux de mortalité de 1991, 19 % des hommes et 11 % des femmes âgés de vingt ans devraient décéder avant d'atteindre l'âge de 6 ans. La plupart des personnes accordent plus d'importance à leur consommation tant qu'ils sont en vie qu'à leur patrimoine. Un système à prestations définies accorde des prestations plus élevées aux survivants, financées par l'épargne de ceux qui sont décédés avant de partir en retraite. À l'opposé, pour un individu qui n'accorde aucune attention à l'héritage qu'il laissera à sa famille, l'épargne dans un compte obligatoire est sans intérêt s'il décède avant l'âge de la retraite. Ainsi un système de retraite à cotisations définies engendre une imposition implicite, et donc des distorsions, au détriment des personnes qui se préoccupent peu de leur héritage. Par exemple, un homme adulte âgé de 30 ans a une probabilité de 18 % de ne recevoir aucune prestation d'un compte d'épargne obligatoire qu'il ne peut libérer avant l'âge de 62 ans.

La forme de l'assurance vieillesse a des incidences non seulement sur le lien entre gains et prestations promises, mais aussi sur la perception de l'imposition marginale implicite. Plus la formule de calcul de la pension est complexe, moins les perceptions des individus vont être précises. Ils peuvent sous-estimer le revenu effectif du travail à certains âges, et le surestimer à d'autres, surtout s'ils ont à l'esprit les systèmes de pensions privées qui calculent en général la pension par référence aux revenus perçus en fin de vie active.

(73) Comme les prix fictifs ne constituent pas un instrument qui garantit la cohérence de différentes décisions (Thaler, 1985), on peut supposer que ce type de distorsion est durable.

Si les incidences respectives des régimes de retraite à prestations et à cotisations définies sur l'offre de travail diffèrent, ces deux systèmes ont cependant en commun de devoir engendrer des distorsions pour atteindre les objectifs d'assurance et de redistribution assignés à la retraite publique. Il y a au total peu de raisons de penser qu'une transition vers des comptes individuels de retraite améliorerait significativement le fonctionnement du marché du travail<sup>(74)</sup>.

## Remarques finales

Parmi les Américains, il y a une grande diversité de valeurs, d'aspirations politiques, et d'opinions sur les conséquences économiques des diverses propositions de réforme. L'économie politique des différents réformes, conduite dans le présent document, dégage la conclusion que les comptes de retraite à cotisations définies ont des rendements plus faibles, du fait de coûts administratifs supérieurs, et de moins bonnes propriétés de partage des risques que les systèmes à prestations définies bien régulé. Mais il est vrai qu'au cœur du débat sur la réforme des retraites, les arguments économiques s'effacent souvent derrière les oppositions sur les valeurs et les projets politiques.

Chaque personne a sa manière propre de pondérer les choix individuels et la sécurité collective. Elle a sa propre perception des objectifs redistributifs et donc de la taille souhaitable des dispositifs de redistribution. Elle forme sa propre opinion sur les chances d'un régime public national ou de comptes individuels d'être protégés des intrusions politiques qui risqueraient de détériorer leur efficacité dans la fourniture de revenu de retraite. Elle accorde l'importance qu'elle croit nécessaire à l'augmentation de l'épargne nationale et elle forme son jugement sur la capacité des processus de décision publique de mettre en œuvre les dispositifs permettant d'accroître l'épargne. Mais la clarification des enjeux économiques des différents systèmes de retraite peut aider à identifier les sujets réels de débat et à ordonner la discussion autour d'eux.

*Traduit de l'anglais par Laurent Caussat*

---

(74) Aucune amélioration n'a pu être observée au Chili, cf. James (1997).



## Références bibliographiques

Advisory Council on Social Security (1997) : *Report of the 1994-1996 Advisory Council on Social Security*, Washington, Government Printing Office.

Bernheim B.D. et D.M. Garrett (1996) : « The Determinants and Consequences of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Households », *NBER Working Paper*, 5667.

Blake D. (1997) : « Pension Choices and Pensions Policy in the United Kingdom », in S. Valdes-Prieto, *The Economics of Pensions*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 277-317.

Blake D., W. Burrows et J.M. Orszag (1998) : *Stakeholder Annuities: Reducing the Costs of Pension Provision*, miméo, London, The Pensions Institute.

Blake D. et J.M. Orszag (1997) : *Towards a Universal Funded Second Pension*, Special Report, London, The Pensions Institute.

Board of Trustees (1997) : « Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds », *Annual Report of the Board Of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds*, Washington DC, Government Printing Office.

Bodie Z., A.J. Marcus et R.C. Merton (1988) : « Defined Benefit versus Defined Contribution Plans: What are the Real Trade-offs? », chapitre 5 in *Pensions in the US Economy*, Bodie, Shoven et Wise (eds), Chicago, University of Chicago Press.

Bohn H. (1997) : *Risk Sharing in a Stochastic Overlapping Generations Economy*, miméo, University of California at Santa Barbara.

Bohn H. (1997) : « Social Security Reform and Financial Markets » in *Social Security Reform Conference Proceedings*, Conference Series n° 41, Federal Reserve Bank of Boston.

Boskin M.J., L.J. Kotlikoff et J.B. Shoven (1988) : « Personal Security Accounts: A Proposal for Fundamental Social Security Reform », in *Social Security and Private Pensions*, Wachter (ed), Lexington, Massachusetts, Lexington Books.

Burkhauser R.V. et T.M. Smeeding (1994) : « Social Security Reform: A Budget Neutral Approach to Reducing Older Women's Disproportionate Risk of Poverty », *Policy Brief*, 2, Center for Policy Research, Syracuse University.

Burtless G. (1997) : *Replacement Rate Projections*, miméo, Brookings Institution.

Coile C., P. Diamond, J. Gruber et A. Jousten (1997) : *Delays in Claiming Social Security Benefits*, miméo, MIT.

Costa D. (1998) : *The Evolution of Retirement: An American Economic History, 1880-1990*, Chicago, University of Chicago Press.

Diamond P. (1982) : *Social Security: A Case for Changing the Earnings Test But Not the Normal Retirement Age*, miméo, MIT.

Diamond P. (1994) : « Privatization of Social Security: Lessons from Chile », *Revista de Analisis Economico*, 9, pp.21-23, juin. Version révisée in *Social Security: What Role for the Future?*, Diamond, Lindeman et Young (eds), Washington, Brookings Institution, 1996.

Diamond P. (1995) : « Government Provision and Regulation of Economic Support in Old Age », in *Annual Bank Conference on Development Economics*, Bruno et Pleskovic (eds), Washington DC, The World Bank, pp. 83-103.

Diamond P. (1997) : « Macroeconomic Aspects of Social Security Reform », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.

Diamond P. et J. Gruber : (1998) : « Social Security and Retirement in the US », *NBER Working Paper*, 6097, 102. À paraître in *Social Security and Retirement Around the World*, Gruber and Wise (eds), juillet.

Diamond P. et S. Valdes-Prieto (1994) : « Social Security Reform » in *The Chilean Economy*, Bosworth, Dornbush et Laban (eds), Washington DC, Brookings Institution.

Dickson J. (1997) : « Analysis of Financial Conditions Surrounding Individual Accounts » in *Report of the 1994-1996 Advisory Council on Social Security*, vol. II, Washington, pp. 484-488.

Edwards S. (1998) : « The Chilean Pension Reform: A Pioneering Program » in *Privatizing Social Security*, Feldstein (ed), University of Chicago Press. À paraître : *NBER Working Paper*, n° 5811.

Feldstein M. et A. Samwick (1992) : « Social Security Rules and Marginal Tax Rates », *National Tax Journal*, 45 (1), pp. 1-22.

Feldstein M. et A. Samwick (1997) : « The Economics of Prefunding Social Security and Medicare Benefits », *NBER Working Paper*, n° 6055.

Friedberg L. (1998) : « The Social Security Earnings Test and Labor Supply of Older Men » in *Tax Policy and the Economy*, Poterba (ed), Cambridge, MIT Press, à paraître.

Friedman B. et M. Warshawsky (1990) : « The Cost Annuities: Implications for Saving Behavior and Bequests », *Quarterly Journal of Economics*, 105, 1, pp. 135-154.

Geanakoplos J., O.S. Mitchell et S.P. Zeldes (1998) : *Would a Privatized Social Security System Really Pay a Higher Rate of Return?*, NASI Conference 'Framing the Social Security Debate: Values, Politics and Economics'.

Goodfellow G.P. et S.J. Schieber (1998) : « Simulating Benefit Levels under Alternative Social Security Reform Approaches », in *Propects for Social Security Reform*, Mitchell, Myers et Young (eds), Pension Research Council, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, à paraître.

Greespan A (1997) : *Testimony before the Task Force Social Security of the Committee on the Budget*, US Senate, novembre.

Holden K. (1998) : « Women as Widows under a Reformed Social Security System », in *Propects for Social Security Reform*, Mitchell, Myers et Young (eds), Pension Research Council, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, à paraître.

James E. (1997) : « New Systems for Old Age Security », *Policy Working Paper-The World Bank*, n° 1766.

King F.P.(1996) : « Trends in the Selection of TIAA-CREF Life Annuity Options 1978-1994 », *Research Dialogues-TIAA-CREF*, n° 48.

Mitchell O.S. et J.F. Moore (1997) : « Retirement Wealth Accumulation and Decumulation: New Developments and Outstanding Opportunities », *Working Paper-The Wharton School*, University of Pennsylvania, décembre.

Mitchell O.S., J.M. Poterba et M. Warshawsky (1997) : *New Evidence on the Money's Worth of Individual Annuities*, miméo, Wharton.

Munnell A.H. et P. Balduzzi (1998) : « Investing the Trust Fund in Equities », *American Association of Retired Persons*.

Olsen K.A., J. VanDerhei, D.L. Salisbury et R.H. Martin (1998) : « How Do Individual Social Security accounts Stacks Up? An Evaluation Using the EBRI-SSASIM2 Policy Simulation Model », *EBRI Issue Brief*, n°195, mars.

Poterba J.M. (1997) : « The History of Annuities in the United States », *NBER Working Paper*, n° 6001.

Pozen R.C. (1998) : « Investment and And Administrative Constraints on Personal Security Accounts », in *Propects for Social Security Reform*, Mitchell, Myers et Young (eds), Pension Research Council, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, à paraître.

Social Security Administration (1996) : *Annual Statistical Supplement to the Social Security Bulletin*.

Social Security Administration. Office of Research, Evaluation and Statistics (1997) : *Fast Facts and Figures about Social Security*, Washington, Government Printing Office.

Technical Panel on Trends and Issues in Retirement Saving (1997) : *Report to 1994-1995 Advisory Council on Social Security*, Washington.

Tegen K. (1997) : « Influence of Survivor Pensions on the Income of Windows: Role of Legislation, Rules, and Consumer Information Choice », *Marketing Science*, 4-3, pp. 199-214.

Thompson L.H. (1998) : *Individual Uncertainty in Retirement Income Planning Under Different Public Pension Regimes*, NASI Conference 'Framing the Social Security Debate: Values, Politics and Economics'.

Treaster J.B. (1998) : *The Money Keeps Rolling In for Variable Annuities*, New York Times, 11 janvier, p. 62.

United Kingdom Government Actuary and Secretary of State for Social Security (1996) : *Occupational and Personal Pension Schemes. Review of Certain Contracting-Out Terms*, présenté au Parlement, mars.

United States Department of Health and Human Services (1985) : *Report on Earnings Sharing Implementation Study*, Washington.

United States General Accounting Office (1992) : « Pension Plans: Survivor Benefits Coverage for Wives Increased after 1984 Pension Law », *HRD*, 49, Washington, DC.

United States General Accounting Office (1996) : « 401 (k) Pension Plans: Many Take Advantage to Ensure Adequate Retirement Income », *GAO/HEHS*, 176, Washington,

United States Houses of Representatives Committee on Ways and Means (1994) : *Overview of Entitlement Programs*, Green Book, Washington, US Government Printing Office.

Valdes-Prieto S. (1994) : « Administrative Charges in Pensions in Chile, Malaysia, Zambia, and the United States », *Policy Research Working Paper-The World Bank*, 1372,.

Yakoboski P. et J. VanDerhei (1996) : « Worker Investment Decisions: An Analysis of Large 401 (k) Plan Data », *EBRI (Employee Benefit Research Institute) Issue Brief*, n°176, août.

## *Annexe A*

# **Description des retraites par répartition**

**Direction de la Sécurité sociale**

### **Le cadre institutionnel de l'assurance-vieillesse**

L'ambition du plan français de Sécurité sociale était en 1945 de construire un régime d'assurance vieillesse généralisé et unique.

L'existence de régimes antérieurs à ce plan (régimes spéciaux de salariés, régimes de cadres), les résistances des non salariés à un régime unique d'assurance-vieillesse ont conduit en fait à organiser l'assurance vieillesse en France sur une base socio-professionnelle multiple.

Si l'unicité n'existe donc pas, la généralisation de l'assurance-vieillesse — à des niveaux certes très différents — a été acquise dans les faits dès le début des années cinquante, les grandes lois de généralisation (4 juillet 1975, 2 janvier 1978) se bornant pour ce risque à classer quelques dernières professions nouvelles et marginales dans le cadre institutionnel préexistant.

### **Les salariés**

#### *Les salariés du secteur privé*

Leur protection est assurée par différents régimes.

#### **Un régime de base obligatoire**

Dit régime général, créé en 1945 et qui fait suite aux premières tentatives des « rentes ouvrières et paysannes » en 1910 et des « assurances sociales » en 1928 et 1930.

Il est géré, pour les salariés de l'industrie et du commerce, par seize caisses régionales fédérées par la Caisse nationale d'assurance vieillesse des travailleurs salariés (CNAVTS) et, pour les salariés agricoles, par les caisses de Mutualité sociale agricole (MSA) compétentes au niveau de chaque département pour l'ensemble des branches de la Sécurité sociale des salariés et des exploitants agricoles.

S'agissant du régime général, l'ordonnance du 24 avril 1996 a modifié le mode de désignation et la composition des conseils; elle a consacré un retour à la parité des administrateurs, patronaux et salariés, désignés par les syndicats représentatifs, sous réserve de la nomination par l'État de personnalités qualifiées.

### Des régimes complémentaires

Gérés paritairement, de manière autonome par les partenaires sociaux, obligatoires depuis la loi du 29 décembre 1972 et créés :

- *en 1947 pour les cadres : l'AGIRC*

Le régime général ne prévoit en effet de cotisations, et donc de prestations, que sur la tranche de salaire inférieure au « plafond de la Sécurité sociale ».

Au-delà et jusqu'à huit fois ce plafond (quatre fois avant le 1<sup>er</sup> janvier 1991), une convention collective nationale en date du 14 mars 1947 a créé un régime unique pour les cadres, géré par une quarantaine de caisses organisées sur une base interprofessionnelle, professionnelle, nationale, régionale ou encore d'entreprise et fédérées par l'Association générale des institutions de retraites des cadres (AGIRC).

- *en 1961 pour les non cadres : l'ARRCO*

Ceux-ci cotisent sur la totalité de leur rémunération dans la limite de trois fois le plafond de la Sécurité sociale à 46 régimes, distincts bien que très proches, compensés par l'Association des régimes de retraite complémentaires (ARRCO) qui seront, au 1<sup>er</sup> janvier 1999 fondus en un régime unique. Depuis 1976, les cadres cotisent jusqu'au plafond dans ces mêmes régimes.

Quelques régimes complémentaires obligatoires restent en dehors des compensations qu'organisent l'ARRCO et l'AGIRC : ceux des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC), du personnel navigant de l'aviation civile (CRPNPAC). Le régime des Caisses d'épargne ne participe que partiellement à la compensation ARRCO et pas du tout à la compensation AGIRC.

### Des régimes supplémentaires facultatifs

Au-delà de ces deux étages obligatoires, les salariés du secteur privé peuvent bénéficier d'un étage facultatif sous la forme de régimes collectifs supplémentaires.

Il s'agit d'abord des régimes d'entreprise ou interentreprises qualifiés de régimes « chapeau » dans la mesure où ils complètent les prestations des régimes obligatoires : régimes anciens des grandes entreprises qui se sont maintenus après l'intégration de leurs affiliés dans les régimes ARRCO et AGIRC, ou régimes exclusivement réservés aux cadres supérieurs ou aux dirigeants. Ils peuvent être gérés au sein d'une institution de retraite supplémentaire (titre IV du Livre IX du code de la Sécurité sociale) créée à cet effet, ou donner lieu à la souscription d'un contrat ou d'une convention auprès d'un organisme habilité (institution de prévoyance du titre III du Livre IX, mutuelle ou compagnie d'assurance) ou peuvent encore être gérés par les entreprises elles-mêmes.

### *Les salariés du secteur public et assimilés*

Ils bénéficient de régimes dits « spéciaux ». Il s'agit :

- des fonctionnaires civils et militaires de l'État (les agents non titulaires étant affiliés au régime général) ;
- des fonctionnaires des collectivités territoriales et des établissements hospitaliers qui bénéficient d'un régime identique à celui des fonctionnaires de l'État (les agents non titulaires des collectivités publiques relevant, comme ceux de l'État, du régime général) ;
- des ouvriers de l'État ;
- des salariés du secteur des transports : SNCF, RATP, CAMR (agents des chemins de fer secondaires d'intérêt général, des chemins de fer d'intérêt local et des tramways recrutés avant 1954 ; régime en voie d'extinction depuis cette date) ;
- des salariés du secteur de l'énergie : EDF/GDF, mines (il existe aussi un régime spécifique pour le personnel de la Caisse autonome nationale de Sécurité sociale dans les mines) ;
- des agents titulaires de la Banque de France ;
- des salariés de certains établissements ou entreprises publics : Imprimerie nationale, SEITA (régimes en voie d'extinction) ; Chambre de commerce et d'industrie de Paris ; Port autonome de Strasbourg ;
- des salariés de l'Opéra et de la Comédie Française ;
- des salariés relevant de certains secteurs privés : marins, clercs de notaires.

Ces régimes ont tous pour caractéristique d'avoir été créés avant le plan français de Sécurité sociale de 1945 (fonctionnaires civils en 1853, mineurs en 1894, clercs de notaires en 1937) et d'avoir voulu conserver leur autonomie.

Ils couvrent en fait l'étage de base et l'étage complémentaire obligatoire en un régime unique, sauf le régime minier qui est un régime de base et est complété par les institutions de l'ARRCO et de l'AGIRC. Ils peuvent être érigés en véritables institutions (personnalité, comptes et organes diri-



geants distincts) : CNRACL, mines, clercs de notaires... Mais certains régimes peuvent également être gérés directement par l'employeur : fonctionnaires de l'État, EDF-GDF, SNCF, RATP...

Rares sont les possibilités d'acquisitions facultatives de droits à pension ouvertes aux salariés des régimes spéciaux et organisées sous l'égide de l'employeur (par exemple, la PRÉFON pour les fonctionnaires et les agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques).

Il existe enfin un régime pour les membres et le personnel de chacune des deux Assemblées parlementaires ainsi que pour le Conseil économique et social.

## **Les non salariés**

Après leur refus de s'intégrer au régime général en 1945, la loi du 1<sup>er</sup> janvier 1948 a créé quatre organisations autonomes d'assurance vieillesse pour les non salariés (artisans, industriels et commerçants, professions libérales, avocats) auxquelles se sont ajoutées celles des exploitants agricoles et des membres des cultes.

### *Les artisans*

Ils bénéficient de deux étages de retraite gérés par l'organisation autonome d'assurance vieillesse artisanale, composée de 32 caisses locales ou professionnelles et d'une caisse nationale (CANCAVA) dont les conseils d'administration sont élus par les assurés.

Cette protection est assurée par :

- un régime de base qui est, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1973, aligné sur le régime général ;
- un régime complémentaire obligatoire depuis 1978.

### *Les industriels et commerçants*

Leur protection est assurée par l'organisation autonome nationale de l'industrie et du commerce, composée de 31 caisses locales ou professionnelles et d'une Caisse nationale (ORGANIC) dont les conseils d'administration sont élus par les assurés.

Elle comprend :

- un régime de base aligné sur le régime général depuis 1973 ;
- un régime complémentaire qui demeure facultatif depuis 1978 ;
- un régime complémentaire obligatoire en faveur des conjoints.

### *Les professions libérales*

Celles-ci sont organisées en :

- 13 sections professionnelles (notaires, officiers ministériels, médecins,



chirurgiens-dentistes, pharmaciens, sages-femmes, auxiliaires-médicaux, vétérinaires, professeurs et artistes, architectes et techniciens, agents d'assurance, experts comptables et géomètres experts) entre lesquelles la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL) exerce un rôle de compensation financière, limité au régime de base, et d'intermédiaire vis-à-vis des pouvoirs publics ;

- une Caisse nationale des barreaux français (CNBF) pour les avocats non salariés.

À compter du 1<sup>er</sup> janvier 1992, les avocats salariés relèvent également de cette caisse à l'exception des anciens conseils juridiques salariés au 31 décembre 1991.

Ces professions bénéficient :

- d'un régime de base obligatoire, sensiblement identique pour les 13 sections, et d'un régime de base spécifique aux avocats ;

- de régimes complémentaires obligatoires par caisse (à l'exception des sages-femmes et de petits groupes professionnels rattachés tardivement par décret à certaines sections pour le régime de base) dont la création s'est échelonnée de 1949 à 1984 ; certains régimes offrent la possibilité de choisir, au-delà d'un minimum imposé, le niveau de cotisation.

Les praticiens et auxiliaires médicaux conventionnés (médecins, chirurgiens-dentistes, sages femmes, biologistes, auxiliaires médicaux) sont obligatoirement affiliés à des régimes complémentaires dits ASV (avantages supplémentaires de vieillesse) dont l'instauration obligatoire s'est échelonnée de 1972 (médecins) à 1984 (sages-femmes). La CNBF gère un régime de base et un régime complémentaire obligatoire (avec une possibilité de choix pour le niveau de cotisation).

Ces régimes disposent de conseils d'administration composés de représentants élus des assurés.

### *Les exploitants agricoles*

La loi du 10 juillet 1952 a institué un régime d'assurance vieillesse de base obligatoire pour les exploitants agricoles, géré par les caisses de mutualité sociale agricole, administrées par des délégués élus des assurés, regroupés en trois collèges (exploitants indépendants, salariés, employeurs).

### *Les ministres des cultes et membres des congrégations religieuses*

Ceux-ci bénéficient depuis la loi du 2 janvier 1978 d'un régime de base obligatoire géré par la Caisse mutuelle d'assurance-vieillesse des cultes (CAMAVIC). Ce régime est intégré financièrement au régime général depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1998.

## *Contrats de retraite complémentaire*

La loi relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle du 11 février 1994 a, par ailleurs, permis aux travailleurs indépendants de souscrire, par le biais de contrats groupes gérés par des mutuelles (ARIA pour les artisans) ou des sociétés d'assurances, des contrats de retraite complémentaire, dont les cotisations sont déductibles de leurs revenus imposables dans la limite d'un plafond et qui n'ont, pour l'heure, connu qu'un faible succès.

Un dispositif similaire, récemment remanié par une loi du 18 novembre 1997 avec des règles de déductibilité fiscale spécifiques, a été mis en place pour les exploitants agricoles.

## **Les personnes qui n'exercent pas d'activité professionnelle rémunérée**

L'assurance vieillesse est généralisée dans notre pays, mais au profit des seules personnes qui exercent une activité professionnelle rémunérée.

Il existe toutefois quelques exceptions à ce principe :

### *Une affiliation obligatoire au régime général*

Une affiliation obligatoire au régime général (avec cotisations prises en charge par les organismes débiteurs de prestations familiales) pour les parents au foyer qui élèvent soit un enfant de moins de 3 ans, soit deux enfants et plus, ou qui assurent la charge d'un enfant ou d'un adulte handicapé (et dont les ressources ne dépassent pas un certain seuil) ;

### *Une possibilité d'adhésion volontaire au régime de base*

- pour les autres parents au foyer ;
- pour les personnes qui assument le rôle de tierce personne auprès d'un membre invalide de leur famille ;
- pour les personnes qui participent à l'exercice professionnel de leur conjoint artisan ou commerçant sans être rémunérées ni assujetties à un autre régime obligatoire de Sécurité sociale ;
- pour les anciens assurés obligatoires du régime général ou d'un régime spécial et qui ne relèvent pas d'un autre régime de Sécurité sociale obligatoire.

## **Le minimum vieillesse**

Il existe un minimum vieillesse pour faire face à deux situations critiques lors de l'âge de la retraite.

### *Une personne peut n'avoir aucun droit à pension...*

Au titre d'une activité professionnelle, soit de son propre chef, soit du chef de son conjoint.

Dans ce cas, elle aura droit, sous condition de ressources, à une allocation dite « non contributive » (allocation spéciale de vieillesse, allocation aux mères de famille, Allocation aux vieux travailleurs salariés (AVTS)...).

### *Une personne a des droits ouverts...*

Mais ceux-ci sont très faibles parce que ses revenus ont été très faibles ou parce que sa durée de cotisation a été très limitée dans le temps. Les bénéficiaires d'une petite pension de retraite peuvent se voir attribuer, sous conditions de ressources, un complément non contributif au titre de l'article L.814-2 du Code de la Sécurité sociale qui leur permet de voir leur avantage de base porté au niveau de l'allocation aux vieux travailleurs salariés.

Ces allocations de base, au nombre de huit, constituent le premier étage du minimum vieillesse.

Le minimum vieillesse comporte un deuxième étage qui vient s'ajouter à l'élément de base : l'allocation supplémentaire du Fonds de solidarité vieillesse.

Avantage entièrement non contributif, son montant est, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1982, différent selon que le bénéficiaire est une personne seule ou une personne mariée (article L.815-4 du code de la Sécurité sociale). L'allocation « personne seule » est proportionnellement plus élevée que l'allocation « ménage ».

Le minimum vieillesse garantit donc à toute personne âgée d'au moins 65 ans (60 ans en cas d'incapacité au travail) disposant de faibles ressources (ressources n'excédant pas, allocation comprise, 42 658 francs par an pour une personne seule et 74 720 pour un couple marié) un minimum de ressources (au 1<sup>er</sup> janvier 1998) :

- 41 651 francs par an pour une personne seule ;
- 74 720 francs par an pour un couple marié.

En outre certains avantages sociaux accordés par l'État, les collectivités locales, certains services publics, sont attachés à la qualité de bénéficiaire du minimum vieillesse (par exemple, exonération de la redevance de télévision, bénéfice des services d'une aide ménagère au titre de l'aide sociale...).

Les avantages du minimum vieillesse ne sont soumis ni à l'impôt sur le revenu, ni aux prélèvements sociaux (CSG, CRDS, cotisation maladie).

Ainsi et au total l'assurance vieillesse comporte dans notre pays trois étages :

- des régimes de base obligatoires, complétés par la solidarité nationale qui assure un minimum vieillesse ;
- des régimes complémentaires obligatoires ;
- des régimes supplémentaires facultatifs.

Le tableau présenté en encadré montre l'importance financière des masses engagées par les régimes de retraite (à l'exception de l'étage facultatif dont les dépenses ne sont pas toutes disponibles ou ne sont pas isolées dans l'étage complémentaire obligatoire).

Quatre types de protection apparaissent donc :

- une protection assurée par un régime unique qui comprend la base et le complémentaire (ex. : les fonctionnaires de l'État et des collectivités locales) ;
- une protection assurée par un régime de base et un régime complémentaire où l'importance de ce dernier tend à rejoindre celle du régime de base (les salariés du secteur privé) ;
- une protection assurée pour l'essentiel par un régime complémentaire et pour l'accessoire par un régime de base (les professions libérales) ;
- une protection ne comportant qu'un régime de base obligatoire (commerçants, exploitants agricoles, ministres du culte, inactifs).

## **Les règles générales de l'assurance vieillesse**

### **L'assurance**

La protection vieillesse est la branche de la Sécurité sociale dont le fonctionnement devrait être en théorie le plus proche de l'assurance. Elle a pour but de garantir à l'ancien actif une fraction de ses revenus du travail durant sa retraite et à son conjoint survivant une pension de réversion ; en contrepartie, celui-ci cotise durant sa vie active sur ces revenus pour acquérir des droits à retraite.

### *Les régimes en annuités*

La quasi-totalité des régimes de base et les régimes spéciaux pour les salariés du secteur public (dont les régimes de base et complémentaire sont confondus) sont des régimes en annuités.

À l'exception du régime minier, ces régimes garantissent une fraction des revenus ayant servi de base aux cotisations.

Trois grands modèles existent :

## Le régime général

Le régime général garantit (au travailleur âgé de 60 ans au moins qui compte 155 trimestres d'assurance) une fraction (50 %) du salaire annuel moyen soumis à cotisations des 15 meilleures années de la carrière. Sur ce mode, sont alignés les régimes de base des artisans, commerçants et salariés agricoles.

La réforme initiée par la loi du 22 juillet 1993 et mise en oeuvre par les décrets du 27 août 1993 prévoit :

- l'allongement de 150 à 160 trimestres de la durée d'assurance permettant d'obtenir une pension de retraite au taux plein de 50 % dès l'âge de soixante ans ;
- l'allongement de 10 à 25 ans de la période prise en compte pour la détermination du salaire annuel moyen servant au calcul de la pension.

Ces deux mesures, dont la mise en oeuvre a débuté le 1<sup>er</sup> janvier 1994 et qui s'appliquent aux générations nées à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1934, ont une montée en charge progressive. La durée d'assurance allongée à raison d'un trimestre par génération sera portée à 160 trimestres en 2003. De la même manière, la période de référence relative au calcul du salaire annuel moyen allongée à raison d'une année supplémentaire par génération sera portée à 25 ans en 2008 ;

- le régime des fonctionnaires garantit (à 60 ans, pour 37,5 années de cotisations) une fraction (75 %) du revenu d'activité des 6 derniers mois soumis à cotisations, donc hors primes. Ce régime sert de référence à la plupart des régimes spéciaux de salariés ;
- enfin, les régimes à cotisations forfaitaires garantissent des prestations forfaitaires variables uniquement en fonction de la durée d'assurance (par exemple, professions libérales).

## Les régimes en points

La quasi totalité des régimes complémentaires, au premier rang desquels les régimes complémentaires de salariés, sont des régimes en points.

Chaque année, le montant des cotisations versées est traduit dans la monnaie de compte du régime appelé « le point » : le travailleur acquiert ainsi durant sa vie active x points. Sa retraite sera fonction du total des points dont la valeur est fixée chaque année par le régime compte tenu de ses charges et de ses recettes.

La différence essentielle avec les régimes en annuités est le calcul de la pension proportionnellement aux revenus professionnels de l'ensemble de la carrière et non en fonction de x meilleures ou x dernières années.

## Les mécanismes de solidarité

La description précédente du fonctionnement des régimes de retraite doit être fortement nuancée par l'existence de nombreux mécanismes de solidarité situés à trois niveaux.

### *La solidarité au sein de chaque régime*

La solidarité entre générations : la technique de la répartition

L'ensemble des régimes obligatoires de retraite de base ou complémentaires fonctionne en France selon la technique de la répartition : les régimes redistribuent au cours d'une année les cotisations encaissées la même année sur les actifs, sous forme de pensions au profit des retraités.

Ce mécanisme a deux conséquences

- la répartition a permis d'assurer, dès l'origine des régimes, à des retraités qui avaient peu ou pas cotisé, un niveau de pension honorable d'autant plus aisément que le nombre de retraités était faible, celui des cotisants en croissance (femmes notamment), et que le taux de croissance économique était élevé ;
- la répartition a en contrepartie pour inconvénient la difficile compréhension par les assurés du fait qu'aucun niveau de pension ne leur est *a priori* garanti dans l'avenir. Celui-ci est lié à la croissance du pays et son partage entre actifs et retraités.

La prise en compte des aléas de carrière

La solidarité au sein des régimes se traduit en second lieu par l'octroi de droits à pension :

- *sans contrepartie de cotisations*

Il s'agit là de la validation dite « gratuite » des périodes de cessation d'activité due :

- à la maladie, la maternité, l'invalidité, l'accident de travail, le chômage, la préretraite ;
- aux périodes de service militaire en temps de paix et en temps de guerre ;
- à l'éducation des enfants ; la France se caractérise, en cohérence avec sa politique familiale, par des avantages importants accordés en contrepartie des charges familiales : — majoration de 10 % de la pension pour les familles de 3 enfants et plus — validation gratuite d'une ou deux années selon les régimes pour la mère de famille, par enfant élevé pendant au moins 9 ans jusqu'à son seizième anniversaire (cette validation n'existe que dans les régimes de base).

- *non proportionnels aux cotisations versées*

Doivent être classés dans cette catégorie :

- le calcul de la pension sur une base différente du salaire de carrière (25 meilleures années à terme pour le régime général, 6 derniers mois pour les régimes de fonctionnaires) ;
- l'existence d'un minimum de pension (distinct du minimum vieillesse)

Ces deux mécanismes de solidarité existent dans les seuls régimes de base.

### *La solidarité entre régimes*

Ces mécanismes de solidarité entre régimes visent pour l'essentiel à pallier les différences de situation démographique voire de capacité contributive entre régimes.

### **Les intégrations financières**

Lorsque existent des caisses différentes mais qui fonctionnent dans un régime unique, peut s'instituer un mécanisme d'intégration financière où les recettes et les dépenses de toutes les caisses sont consolidées et où les déficits des unes sont comblés par les excédents des autres. C'est ainsi le cas entre le régime général et le régime des salariés agricoles depuis 1963, ou encore entre le régime général et le régime des cultes depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1998.

### **Les compensations financières**

Lorsque existent des caisses différentes relevant de régimes différents quant au calcul des pensions et à l'âge d'entrée en jouissance de la pension, ont été mises en place des compensations financières dont le principe consiste à ramener tous les régimes concernés à un régime de référence théorique et à procéder ensuite comme en matière d'intégration.

Il existe trois grands types de compensation en matière d'assurance vieillesse :

- La compensation généralisée vieillesse (dite aussi compensation démographique) instituée par la loi du 24 décembre 1974. Cette compensation vise à créer une solidarité financière entre les régimes de base, compte tenu de leur situation démographique. Il s'agit de faire prendre en charge par les régimes qui bénéficient encore, par rapport aux autres, d'un bon rapport démographique (le régime général, le régime de retraite des pensions civiles et militaires de l'État, la CNRACL et la CNAVPL) tout ou partie du déficit des régimes démographiquement déséquilibrés (régime des exploitants agricoles, mines, SNCF, CANCAVA, ORGANIC).

Cette compensation consiste à équilibrer les recettes et les dépenses d'un régime fictif qui ne servirait que des pensions de droit direct à l'âge de 65 ans avec une prestation de référence égale à la prestation servie par le régime le moins avantageux.

- La compensation spécifique entre les régimes spéciaux d'assurance vieillesse des salariés, instituée par la loi de finances du 30 décembre 1985,

va au-delà de la compensation généralisée puisqu'elle prend en compte les capacités contributives des cotisants (et non plus leur effectif). Elle vise à équilibrer les recettes et les dépenses d'un régime fictif qui servirait des pensions de droit direct à l'âge de 60 ans et des pensions de réversion (à l'âge de 65 ans) égales à la moyenne des pensions servies dans l'ensemble des régimes concernés.

- La compensation entre régimes complémentaires de non cadres organisée par l'ARRCO depuis 1961. Depuis l'accord du 8 décembre 1961, 46 régimes de retraite complémentaires à caractère interprofessionnel ou professionnel, applicables à une ou plusieurs entreprises, ont adhéré à l'ARRCO qui est chargée de réaliser entre ces divers régimes coordination et compensation.

Les accords d'avril 1996 créent à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999 un régime unique ARRCO qui se substituera aux régimes membres et instaurent une solidarité financière limitée entre ARRCO et AGIRC.

### *La solidarité nationale*

Le financement des régimes de base d'assurance vieillesse fait enfin appel à une solidarité plus large encore.

- Le budget de l'État accorde ainsi directement des subventions aux régimes les plus déficitaires afin d'équilibrer leurs comptes : exploitants agricoles, SNCF, mines, marins, CAMR, SEITA, Opéra, Comédie Française.

- Diverses taxes sont directement affectées au financement des régimes.

Ainsi, une partie de la taxe sur les hydrocarbures alimente le régime minier ; une contribution sociale de solidarité est imposée aux sociétés pour compenser les transformations d'entreprises individuelles en sociétés (affectation à CANCAVA et ORGANIC). Le régime des exploitants agricoles est financé par 0,7 point de TVA et de multiples taxes sur certains produits (céréales, huiles).

- Une clarification de la répartition des charges en matière de pension de retraite selon qu'elles relèvent de l'assurance ou de la solidarité : la création du Fonds de solidarité vieillesse.

Le Fonds de solidarité vieillesse, établissement public administratif, créé par la loi du 22 juillet 1993 prend en charge des dépenses de solidarité nationale. Cette réforme a permis de clarifier les responsabilités respectives de l'État et de la Sécurité sociale dans la branche vieillesse.

Les dépenses désormais prises en charge à titre permanent par le Fonds correspondent aux avantages non contributifs, c'est-à-dire acquis sans contrepartie de cotisations ou non proportionnels aux cotisations acquittées. Il s'agit :



- du coût des prestations constitutives du minimum vieillesse servies par tous les régimes
- des sommes correspondant au service par le régime général, le régime des salariés agricoles et les régimes des professions artisanales, industrielles et commerciales des majorations de pensions accordées en fonction du nombre d'enfants et des majorations de pensions pour conjoint à charge
- du coût forfaitaire des validations gratuites de droits par le régime général, le régime des salariés agricoles et les régimes des professions artisanales, industrielles et commerciales pour les périodes de service national, pour les périodes de chômage et de préretraite et de diverses mesures bénéficiant aux anciens combattants en Afrique du Nord.

Pour cela, le Fonds de solidarité dispose de ressources propres. Ces prestations sont en effet financées par des ressources de nature fiscale basées sur une assiette plus large que celle des cotisations sociales. Il s'agit :

- du produit du relèvement en 1993 de 1,3 point de la contribution sociale généralisée
- de l'essentiel des droits sur les alcools et les boissons non alcoolisées
- du produit d'une taxe sur les contributions des employeurs pour le financement de prestations complémentaires de prévoyance.

### Liste des régimes de retraite

Un « régime », au sens juridique du terme, est un ensemble de dispositions réglementaires s'appliquant à un groupe donné d'affiliés et définissant les prestations auxquels ils ont droit.

Le régime est ici pris dans son sens organique. C'est un ensemble de prestations gérées par une organisation autonome. Le régime est généralement désigné par le nom de la caisse nationale qui assure sa gestion, au moins la coordination et la compensation des différents organismes ou institutions gestionnaires.

Les organismes de Sécurité sociale et les institutions de prévoyance s'appellent souvent « caisses », mais aussi « institutions », ou même « régimes ». Parfois ces régimes sont gérés directement par une administration publique, une collectivité locale ou entreprise. C'est le cas du régime des fonctionnaires ou du régime vieillesse de la SNCF.

Ne sont décrits dans cette liste que les régimes de base, lorsque régimes de base et régimes complémentaires sont distincts.

*Régimes dont le nombre de cotisants ou de retraités titulaires de droits propres est supérieur à 20 000*

#### Régimes de salariés

- Régime général (CNAVTS)
- Régime des salariés agricoles (CCMSA)

#### Les régimes complémentaires obligatoires de salariés

- Association générale des institutions de retraite des cadres (AGIRC)
- Association des régimes de retraite complémentaire (ARCCO)
- Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC)

#### Les régimes spéciaux de salariés

- Agents de l'État (fonctionnaires civils et militaires)
- Banque de France
- Electricité de France-Gaz de France (EDF-GDF)
- Caisse nationale de retraite des agents des collectivités locales (CNRNACL)
- Caisse de retraite et de prévoyance des clercs et employés de notaire (CRPCEN)
- Caisse autonome nationale de Sécurité sociale dans les mines (CANSSM)
- Régie autonome des transports parisiens (RATP)
- Société nationale des chemins de fer français (SNCF)
- Fonds spécial des pensions des ouvriers des établissements industriels de l'État (FSPOEIE)
- Établissement national des invalides de la marine (ENIM)

#### Autres régimes spéciaux

- Caisse mutuelle d'assurance vieillesse des cultes (CAMAVIC)

#### Les régimes des non salariés

- Régimes des exploitants agricoles (CCMSA)
- Caisse autonome nationale de l'assurance vieillesse artisanale (CANCAVA)
- Caisse de compensation de l'Organisation autonome nationale de l'industrie et du commerce (ORGANIC)

- Caisse autonome d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL)
- Caisse nationale des barreaux français (CNBF)

#### Le fonds de solidarité

Service de l'allocation spéciale vieillesse (SASV)

#### *Régimes dont le nombre de cotisants ou de retraités titulaires de droits propres est inférieur à 20 000*

- Caisse Nationale de Retraite des personnels de l'Opéra national de Paris
- Caisse de retraite du personnel de la Comédie Française
- Régime de retraite de la chambre de commerce et d'industrie de Paris (CCIP)
- Caisse autonome nationale de la Sécurité sociale dans les mines (pour son personnel)
- Régime de retraite du personnel du port autonome de Strasbourg
- Régime de retraite des ministres des cultes d'Alsace-Moselle

#### *Régimes en voie d'extinction*

- SEITA
- Fonds spécial d'assurance vieillesse des chemins de fer secondaire (CAMR)
- Imprimerie nationale
- Cantonniers de l'Isère
- Chemins de fer éthiopiens
- Régies ferroviaires d'Outre-mer
- DDE Maine et Loire
- ex-CCI de Roubaix
- Régimes spéciaux des hôpitaux du Haut-Rhin, du Bas-Rhin et de Moselle
- Régimes spéciaux des communes de Moselle
- Régimes spéciaux des communes du Bas-Rhin
- Régimes spéciaux des communes du Haut-Rhin
- Régimes spéciaux des organismes de Sécurité sociale du Haut-Rhin, du Bas-Rhin et de Moselle
- Autres régimes spéciaux du Haut-Rhin, du Bas-Rhin et de Moselle

### Les prestations versées par les régimes de retraites en 1998 (prévisions)

	Salariés de l'industrie et du commerce, Salariés agricoles	Salariés régimes spéciaux	Artisans (CAN CAVA)	Indus- triels et Com- merçants (ORGA NIC)	Professions Libérales	Exploi- tants agricoles	Ministres des cultes	Bénéfi- ciaires de l'Alloca- tion Spéciale
<i>Régimes facultatifs</i>	—	—	0,4	0,3	—	—	—	—
Régimes complémentaires obligatoires	ARRCO 162 AGIRC 83,4 Autres 12,5	Fonctionnaires 165,7 Ouvr. de l'État 9,2 Collect.locales 34,3			CNAVPL 11,7 CNBF 0,3			
<i>Total</i>	257,9	SNCF 27,3	2,8	1,8	12			
Régimes de base obligatoires	Général 348,8 Salariés agric. 28,7	EGF 16,3 autres 33,6			CNAVPL 3,3 CNBF 0,3			
<i>Total</i>	377,5		13	18,3	3,6	46,5	1,5	2,7
<b>Total</b>	<b>635,4</b>	<b>286,4</b>	<b>15,8</b>	<b>20,1</b>	<b>15,6</b>	<b>46,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>

Notes : Allocation supplémentaire remboursée par le FSV : 12,7 milliards de francs ; Prestations hors action sanitaire et sociale, hors transferts versés, gestion administrative et frais financiers ; Total : 1024,7 milliards de francs.

Sources : Commission des Comptes de la Sécurité sociale, septembre 1997 et Conseil d'administration du FSV, novembre 1997.

## *Annexe B*

# Perspectives à long terme des retraites

**Catherine Zaidman**

*Direction de la Sécurité sociale*

Au lendemain des décisions prises relatives aux régimes privés de retraite en 1993 et 1994 (CNAVTS et régimes associés ainsi que AGIRC et ARRCO — présentation en fin de document), le Gouvernement avait souhaité disposer d'une actualisation des données disponibles quant aux évolutions à long terme de notre système de retraite. Le rapport « Perspectives à long terme des retraites »<sup>(1)</sup> présente les résultats de ces travaux.

Si ce travail réalisé en 1994-1995 permet de dresser un tableau des enjeux qui se posent à long terme pour les principaux régimes de retraite face à la dégradation prévisible de leur rapport démographique, il nécessite toutefois des actualisations permanentes intégrant les dernières évolutions économiques. Pour les régimes de l'ARRCO et de l'AGIRC, par exemple, de nouveaux ajustements ont été rendus nécessaires en 1996 face à la dégradation marquée de leur situation financière.

Le Gouvernement vient ainsi de demander au Commissariat Général du Plan de mener une nouvelle analyse d'ensemble. Elle devra porter sur le régime général, les régimes spéciaux, les régimes des professions non salariées et les régimes complémentaires, ainsi que sur les transferts de compensation entre régimes. La méthode de travail de cet exercice sera toutefois différente de celle retenue antérieurement. Le diagnostic sera élaboré en concertation avec les partenaires sociaux et ne se limitera pas à la seule

(1) *Perspectives à long terme des retraites*, Rapport du groupe interadministratif présidé par R. Briet, la Documentation française, octobre 1995.

actualisation des projections démographiques, macroéconomiques et financières des régimes de retraite. Le souci de justice entre générations et catégories sociales sera au centre de la réflexion ; une attention particulière sera dès lors portée aux inégalités présentes mais aussi futures des niveaux de vie entre retraités et actifs.

Pour l'heure, les seules informations disponibles sont pour l'essentiel celles du rapport *Perspectives à long terme des retraites*.

Cette annexe en rappelle les principaux enseignements, qu'il s'agisse de celui concernant les niveaux relatifs de niveau de vie des actifs et des retraités, les perspectives tant démographiques que financières des régimes à long terme, ou encore les problèmes d'équité inter et intragénérationnelles.

Depuis lors, de nouvelles simulations ont, néanmoins, été réalisées pour les régimes complémentaires. Précisant le diagnostic porté, elles sont présentées plus loin.

## **Les principaux enseignements du travail d'actualisation du *Livre blanc sur les retraites***

De ce travail visant à actualiser et compléter, quatre ans après sa parution, les analyses contenues dans le *Livre blanc sur les retraites*, plusieurs enseignements significatifs se dégagent.

### **Le diagnostic portant sur la parité moyenne du niveau de vie des retraités et des actifs est confirmé**

Depuis la parution du *Livre blanc sur les retraites* en 1991, de nombreuses études ont pu effectivement confirmer ce diagnostic. Celui-ci se serait même renforcé au point que l'on peut parler aujourd'hui d'un avantage relatif de niveau de vie pour les plus jeunes retraités.

### **Le ratio retraités sur cotisants continue de se dégrader**

S'agissant des perspectives socio-démographiques à long terme, l'évolution la plus significative par rapport au diagnostic antérieur tient à une hypothèse de mortalité plus basse à l'horizon 2040, hypothèse reflétant les gains actuellement constatés en matière d'espérance de vie. Le ratio population âgée de plus de 60 ans/population de 15 à 59 ans atteindrait 0,63 en 2040 contre 0,55 dans les projections présentées dans le *Livre blanc* (0,33 en 1995).

Or sous des hypothèses raisonnées d'évolution des taux d'activité, une telle situation induirait une forte dégradation des ratios « retraités sur cotisants ». Ainsi, selon les hypothèses retenues de taux d'activité des jeunes et des femmes, le ratio « retraités sur cotisants » augmenterait dans une

fourchette comprise entre 0,3 et 0,4 point entre 2000 et 2040 : dans le plus favorable des scénarios ce ratio passerait de 0,48 à 0,77 alors qu'il atteindrait 0,9 point en 2040 dans le cas le plus défavorable. À cette date, il ne resterait plus que 1,1 cotisant par retraité contre 2 en l'an 2000 et 3 en 1990.

Cette dégradation reflète en fait d'une certaine manière, en supposant qu'il se prolonge sur 50 ans, le divorce qui s'est installé depuis quelques années entre une espérance de vie « biologique » qui ne cesse de progresser et une espérance de vie « professionnelle » qui tend à se réduire et s'arrête d'ores et déjà assez souvent avant l'âge légal de 60 ans.

Les perspectives de financement des principaux régimes apparaissent en 1994 plus contrastées qu'en 1991 et dépendaient en grande partie des évolutions démographiques des différents régimes

On constatait ainsi en 1994 pour les régimes du secteur privé (régime général et régimes complémentaires AGIRC-ARRCO), qui subissent le choc démographique des années 2005-2010, un quasi-équilibre jusqu'en 2005 (0,9 point de cotisation supplémentaire nécessaire pour le régime général) compte tenu des mesures prises en 1993 et sous l'hypothèse d'un maintien strict de l'indexation des pensions et des salaires portés au compte sur les prix. Un déséquilibre apparaissait ensuite, pour le régime général, équivalent à 4,3 points de cotisation en 2015 dans un scénario économique qualifié de central (voir tableaux 1 et 2).

Pour les régimes spéciaux, en revanche, dont la dégradation du rapport démographique est plus importante et commence plus tôt, et pour lesquels la pension moyenne progresse relativement plus, la détérioration de leur situation financière était immédiate et rapide : exprimé en points de cotisation, le besoin de financement du régime des fonctionnaires civils s'élèverait à plus de 10 points d'ici 2005 et celui des agents des collectivités locales à plus de 16 points.

## 1. Les Hypothèses macroéconomiques du compte central

	1995- 2000	2000- 2005	2005- 2010	2010- 2015
Croissance du PIB <sup>(*)</sup>	3,5	2,5	2,0	1,75
Productivité du travail <sup>(*)</sup>	2,25	1,25	1,75	2,0
Salaire réel par tête <sup>(*)</sup>	1,0	1,5	2,0	2,0
Effectifs employés <sup>(*)</sup>	1,25	1,25	0,25	- 0,25
Partage de la valeur ajoutée <sup>(**)</sup>	0,8	- 0,15	- 0,15	0,0
Évolution du taux de chômage <sup>(**)</sup>	- 0,4	- 0,4	- 0,1	0,0
Taux de chômage en fin de période <sup>(***)</sup>	11,0	9,0	8,5	8,5
Masse salariale en francs constants <sup>(*)</sup>	2,25	2,75	2,25	1,75

Notes : (\*) En % par an ; (\*\*) En points par an ; (\*\*\*) En %.

Source : *Perspectives à long terme des retraites*, Rapport du Commissariat Général du Plan, La Documentation Française, octobre 1995.

## **Les hypothèses de revalorisation du compte central**

La situation financière des différents régimes évolue suivant plusieurs paramètres : en ce qui concerne tout d'abord les charges, selon la population retraitée et le montant de la pension moyenne, en ce qui concerne ensuite les ressources, selon les effectifs cotisants et le montant des salaires moyens. L'évolution de la pension moyenne est donc très fortement liée aux hypothèses de revalorisation qui sous-tendent les projections. Celles-ci, conformément à la législation en vigueur, ont été différenciées par régimes.

Pour le régime général, dans le scénario de référence, les pensions, comme les salaires reportés aux comptes individuels des assurés, sont indexées sur les prix.

La valeur de liquidation du point et les pensions servies par les régimes complémentaires et le régime des exploitants agricoles sont revalorisées comme les prix.

Pour les régimes spéciaux (régime des fonctionnaires, des collectivités locales et de la SNCF), les pensions sont revalorisées comme l'indice servant de base au calcul des salaires, lui-même indexé sur les prix.

La prestation moyenne servie évolue en outre sous l'effet des liquidations et des décès.

Ces hypothèses conventionnelles ne constituent pas une prévision : elles ont été retenues à des fins purement illustratives.

## **La réforme du régime général limite la progression de la pension unitaire moyenne, et permet de préserver l'équité intergénérationnelle qui aurait été rompue au détriment des actifs à législation antérieure**

Décidée en 1993 cette réforme a pour effet de limiter la progression de la pension unitaire moyenne servie par le régime. Ainsi, dans le scénario macroéconomique dit central, la pension unitaire moyenne servie par les régimes du secteur privé ne progresserait que de 15 % environ entre 1995 et 2015 alors qu'à législation antérieure, sur la base d'une indexation sur les salaires bruts, celle-ci aurait pu être de 50 % environ. L'étude des effets financiers globaux de la réforme montre que cette moindre progression tient pour l'essentiel au maintien sur l'ensemble de la période de projection d'une indexation sur les prix. Les 200 milliards d'économies estimés à l'horizon 2010 seraient en effet réduits des deux tiers environ si l'on avait retenu une indexation sur les salaires bruts ; le relèvement de la durée d'as-



surance, le passage des dix aux 25 meilleures années ainsi que la création du Fonds de solidarité vieillesse ne représentant globalement qu'un tiers de l'effet.

Selon le type de carrière l'effet sur la pension moyenne de la réforme est cependant plus ou moins prononcé : si toutes les carrières sont concernées, ce sont, parmi les carrières complètes, les carrières ascendantes qui sont le plus affectées.

Cette pénalisation est cependant toute relative. Une simulation à long terme pour un régime unique fictif montre<sup>(2)</sup> qu'une telle réforme consiste en fait à préserver la parité de revenu entre actifs et retraités ; à législation antérieure, en effet, celle-ci se serait nettement déformée, au détriment des actifs. À l'horizon 2040, sans réforme du système, les retraités seraient deux fois plus riches que les actifs.

À l'horizon 2015, et sous l'hypothèse que ses besoins de financement soient comblés, le régime par répartition continuerait en fait à avoir des rendements élevés, les taux de remplacement globaux (régime général mais aussi régimes complémentaires), qui auraient été largement supérieurs à l'unité en l'absence de réforme des régimes, resteraient d'un montant comparable à ce qu'ils sont actuellement. Une étude de la CNAVTS<sup>(3)</sup> avait permis de montrer que l'opération retraite restait avantageuse après les réformes de 1993 pour la CNAVTS et de 1993 et 1994 pour l'ARRCO et l'AGIRC (tableau 3). La comparaison de l'opération retraite pour deux générations : celle de 1934 ayant liquidé sa retraite en 1994 et celle de 1955 qui liquidera sa retraite en 2015 est de ce point de vue intéressante. Celle-ci montre que les taux de remplacement globaux (base + complémentaire) continueraient à augmenter pour les carrières féminines dont les profils de carrière simulés ralentissent en fin de carrière pour la génération 1955 par rapport à ceux de la génération 1934 et resteraient pour les hommes à des taux élevés. La baisse de 7 points des taux de remplacement brut (65 % pour la génération de 1955 contre 72 % pour celle de 1934) doit être, en effet, relativisée, le passage en net changeant de façon significative le diagnostic porté. Si l'on reprend les augmentations de taux de cotisations programmées ou estimées par les régimes<sup>(4)</sup> les taux de remplacement nets passent de 72 % en brut à 86 % en net pour la génération des hommes de 1934 et de 65 % en brut à 85 % en net environ pour la génération des hommes de 1955, soit une simple baisse de 1 point.

(2) Simulation faite à partir du modèle Margaret de la Direction de la Prévision.

(3) Gleizes M. et C. Plessis (1995) : « Quelles retraites pour les salariés du secteur privé d'ici 2015 », *Retraite et Société*, n° 9, CNAVTS.

(4) Les augmentations sont de deux ordres : les premières correspondent aux augmentations programmées (+ 1,5 point) du taux minimum contractuel à l'ARRCO entre 1996 et 1999 (soit une augmentation en moyenne de + 0,9 sur cette période) ; les secondes aux augmentations prévisibles nécessaires à l'équilibrage des comptes (soit plus de 5 points environ à l'horizon 2015).

## 2. Les besoins de financement des différents régimes de retraite

*En milliards de francs 1993*

		1993	1995	2000	2005	2010	2015	1995-2015
Régime général	Charges	266,4	276,2	318,4	363,8	441,8	525,8	+ 90 %
	Ressources	241,2	266,7	299,9	346,0	386,4	418,8	+ 57 %
	Besoins de financement	25,2	9,5	18,4	17,9	55,5	107,0	
	En points de cotisation	1,7	0,6	1,1	0,9	2,4	4,3	
Fonctionnaires civils	Charges	98,6	104,8	122,7	148,6	182,2	219,6	+ 110 %
	Ressources	98,6	101,0	106,2	114,4	126,2	139,4	+ 38 %
	Besoins de financement	0,0	3,8	16,5	34,2	56,0	80,2	
	En points de cotisation <sup>(1)</sup>	0,0	1,3	5,5	10,7	15,9	20,6	
CNRACL	Charges	31,3	37,3	50,3	71,2	93,4	119,2	+ 220 %
	Ressources	31,3	34,5	36,7	39,8	43,9	48,4	+ 40 %
	Besoins de financement	0,0	2,8	13,6	31,4	49,5	70,8	
	En points de cotisation <sup>(1)</sup>	0,0	1,7	7,8	16,7	23,8	30,8	
SNCF	Charges	26,8	26,4	25,6	25,4	25,0	27,3	+ 3 %
	Ressources	8,6	8,3	8,0	7,9	7,9	8,0	- 4 %
	Besoins de financement	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,7	
	En points de cotisation <sup>(2)</sup>	0,0	0,6	0,9	1,2	1,8	3,4	

		1993	1995	2000	2005	2010	2015	1995-2015
ARRCO	Charges	104,1	119,8	146,1	166,3	189,8	235,3	+ 96 %
	Ressources	108,4	117,0	151,8	175,3	195,4	212,4	+ 82 %
	Besoins de financement	- 4,3	2,8	- 5,7	- 9,0	- 5,6	22,9	
	En points de cotisation	—	0,2	—	—	—	0,9	
AGIRC	Charges	51,5	58,7	72,1	86,0	102,5	129,1	+ 120 %
	Ressources	48,8	57,8	68,6	80,3	91,7	103,9	+ 80 %
	Besoins de financement	2,7	0,9	3,5	5,7	10,8	25,2	
	En points de cotisation	1,0	0,3	1,1	1,5	2,5	5,2	
Exploitants agricoles	Charges	40,2	40,5	37,9	33,8	31,0	28,7	- 29 %
	Ressources	4,9	4,7	4,3	4,0	3,7	3,4	- 27 %
	Besoins de financement	35,3	35,8	33,6	29,8	27,3	25,3	
	En % d'évolutoin de la cotis. moy. <sup>(3)</sup>	—	4,1	5,6	2,2	1,6	2,0	

Notes : (1) Pour le régime des fonctionnaires et celui des collectivités locales, le besoin de financement et son expression en points de cotisation est obtenu sur la base du taux de cotisation implicite qui équilibre les comptes de ces deux régimes en 1993 ; (2) Pour le régime de la SNCF, les taux de cotisation affichés dans ce tableau sont calculés de telle sorte que le rapport des cotisations sur les charges (rapport de charges) de ce régime reste constant pendant toute la période. En effet, les cotisations représentant une faible part dans les ressources, l'équilibre technique de ce régime ne peut être recherché à travers une augmentation des taux de cotisation ; (3) La complexité du financement du régime des exploitants agricoles rend difficilement possible la transcription des besoins de financement en termes de points de cotisation. Nous avons préféré traduire l'augmentation de ressources nécessaires pour stabiliser le rapport de charges à travers l'augmentation de cotisation moyenne.

Source : *Perspectives à long terme des retraites*, op cit.

### 3. Comparaison des taux de remplacement pour les générations 1934 et 1955

	Taux de remplacement (régime général + complémentaires) En brut (%)		Délai de récupération (régime général) En années		Rentabilité financière (régime général) En francs		Taux de rendement réel (régime général) En %	
	1934	1955	1934	1955	1934	1955	1934	1955
<i>Hommes</i>								
Médiane	72	65	7,0	11,9	2,70	1,84	3,87	2,08
3 <sup>e</sup> quartile	72	65	7,0	12,0	2,73	1,84	3,88	2,07
9 <sup>e</sup> décile	68	60	7,0	12,4	2,73	1,78	3,85	1,94
<i>Femmes</i>								
Médiane	68	70	6,8	12,4	3,54	2,23	4,64	2,50
3 <sup>e</sup> quartile	69	70	7,0	12,2	3,44	2,26	4,448	2,55
9 <sup>e</sup> décile	70	73	6,9	12,2	3,50	2,27	4,53	2,59

Source : Gleizes M. et C. Plessis (1995) : « La retraite des salariés du secteur privé en 2015 ? », sous la direction de M. Tourme, *Retraite et société*, n° 9, CNAVTS.

Notes : Médiane : salaire qui délimite la moitié des salariés les mieux rémunérés et la moitié des salariés les moins bien rémunérés ; 3<sup>e</sup> quartile : salaire qui délimite les 25 % de salariés les mieux rémunérés et les 75 % de salariés les moins bien rémunérés ; 9<sup>e</sup> décile : salaire qui délimite les 10 % de salariés les mieux rémunérés et les 90 % de salariés les moins bien rémunérés.

Le taux de remplacement est égal pour chaque individu au rapport entre le montant de la pension à la liquidation et le dernier salaire d'activité (ce ratio peut être calculé en fonction des montants bruts ou nets). Ce ratio mesure la perte de revenu relatif instantanée liée au départ en retraite. Le délai de récupération est égal à la durée qui permet d'égaliser en francs constants le coût de la retraite (somme des cotisations passées versées par l'employeur et le salarié) à son produit (somme des pensions futures reçues par le salarié). Ce ratio mesure la durée au-delà de laquelle l'opération retraite est avantageuse en francs constants. La rentabilité financière calculée en francs constants rapporte la masse des cotisations versées à la masse des pensions futures reçues (elle tient donc compte de l'espérance de vie). Elle mesure la rentabilité en francs constants d'un franc de cotisation. Enfin, le taux réel de rendement est égal au taux d'actualisation tel que la valeur actualisée des cotisations versées soit égale à la valeur actualisée des pensions futures reçues. Il correspond au taux d'intérêt auquel auraient dû être placées toutes les cotisations pour obtenir une rente mensuelle équivalente à la pension de retraite.

## Ces travaux d'actualisation mettent cependant en lumière des risques d'inéquité intra et intergénérationnelle

*Inéquité intragénérationnelle* d'abord, sous l'hypothèse d'une indexation des pensions et des salaires portés au compte de l'assuré maintenue sur les prix et d'une évolution des salaires réels moyens de 1,5 % entre 1995 et 2015 : comparativement aux retraités des régimes spéciaux, les retraités des régimes du secteur privé auront une progression plus modérée de leur pension unitaire moyenne (tableau 4).

*Inéquité intergénérationnelle* ensuite : la parité de revenu entre actifs et retraités masque des disparités importantes au sein des générations de retraités, plus ou moins marquées, là aussi, selon la modalité d'indexation retenue. Une indexation qui conduirait à faire bénéficier les retraités des fruits de la croissance limiterait les disparités instantanées entre les retraités des différentes générations puisque les retraités du stock et non seulement les retraités entrants bénéficieraient de gain de pouvoir d'achat. En revanche une indexation sur les prix a pour effet d'accroître les écarts de revenus intergénérationnels au détriment des plus anciens dont le pouvoir d'achat n'aura pas bénéficié des fruits de la croissance depuis la liquidation de leur retraite. En ce qui concerne le régime général, cette évolution peut cependant, entre 1994 et 2008, être mise en regard de la baisse progressive du rendement des cotisations vieillesse des actifs induite par la réforme, la participation financière des différentes générations étant ainsi équilibrée.

### 4. Une comparaison entre les évolutions des pensions unitaires et des salaires

En %

Gain de pouvoir d'achat :	Régime gén. + ARRCO		Fonctionnaires		CNRACL		SNCF	
	2005	2015	2005	2015	2005	2015	2005	2015
• du salaire brut	13	38	13	38	13	38	13	38
• du salaire net*	13	30	0	6	- 7	- 11	12	35
• de la pension unitaire moyenne	5	15	6	22	7	23	10	27

*Note :* (\*) L'évolution des salaires nets est calculée en intégrant la totalité des augmentations de taux de cotisation sociale nécessaires à l'équilibre des comptes de chaque régime. Sur une longue période on suppose en effet que l'ensemble des augmentations, qu'elles soient salariales ou d'employeurs, est supporté par les salariés. En ce qui concerne l'ARRCO, on suppose que l'augmentation de taux de cotisation nécessaire à l'équilibre n'engendre pas de nouveaux droits : le calcul du salaire moyen net intègre en revanche l'augmentation implicite de 0,9 point de cotisation sociale résultant de l'accord de février 1993.

L'évolution des salaires nets est calculée en intégrant la totalité des augmentations de taux de cotisation sociale nécessaires à l'équilibre des comptes de chaque régime. Sur une longue période on suppose en effet que l'ensemble des augmentations, qu'elles soient salariales ou d'employeurs, est supporté par les salariés. En ce qui concerne l'ARRCO, on suppose que l'augmentation de taux de cotisation nécessaire à l'équilibre n'engendre pas de nouveaux droits : le calcul du salaire moyen net intègre en revanche l'augmentation implicite de 0,9 point de cotisation sociale résultant de l'accord de février 1993.

### **Les travaux ont toutefois montré que ces différents résultats dépendent de façon cruciale des hypothèses retenues concernant l'évolution du salaire réel**

Tant en ce qui concerne la comparaison entre catégorie de retraités (secteur privé-secteur public) qu'entre générations.

En effet, l'écart constaté entre la progression de la pension unitaire moyenne des retraités du secteur public et des régimes spéciaux tient pour une part non négligeable à l'hypothèse de croissance différentielle entre les salaires et les prix. Sans incidence sur le montant individuel de la pension à la liquidation pour les régimes spéciaux, le maintien d'une indexation sur les prix a un effet important pour les régimes du secteur privé qui calculent le montant de la pension à la liquidation sur la base d'un salaire de carrière et non sur celle du dernier salaire.

De même, on relève un paradoxe lorsque l'on retient l'hypothèse du maintien sur l'ensemble de la période de projection d'une indexation des pensions sur les prix, les retraités seraient d'autant plus avantagés que l'environnement macroéconomique serait plus difficile pour les actifs et réduirait les ressources disponibles pour financer les retraites.

## **Actualisation des évolutions tendancielles et questions en débat**

### **Actualisation des évolutions tendancielles**

Les résultats présentés précédemment, en terme de besoin de financements notamment, s'appuyaient sur des hypothèses macroéconomiques relativement favorables pour les années 1993-2000, puisque la croissance supposée de la masse salariale était de 2 % en francs constants en moyenne annuelle alors que celle actuellement estimée pour les mêmes années n'est que de 0,7 %.

De telles révisions de l'environnement macroéconomique ne sont pas sans effet sur les équilibres financiers. Cela est particulièrement net pour

les régimes de l'ARRCO et de l'AGIRC pour lesquels la situation financière semblait équilibrée à l'horizon 2005 à la suite des accords conclus en 1993 et 1994.

Dans l'attente des conclusions des travaux d'actualisation qui viennent d'être confiés au Commissariat général du Plan, il est toutefois possible de dégager quelques résultats provisoires. Alors que l'on estimait dans le rapport *Perspectives à long terme des retraites* :

- que l'ARRCO « devrait être continûment excédentaire entre 1995 et 2010, sa situation ne devant se dégrader qu'à partir de 2015, date à laquelle ses besoins de financement seront de l'ordre de 10 % des prestations servies » ;
- et que l'AGIRC « devrait voir ses besoins de financement s'accroître modérément entre 1993 et 2005, à compter de cette date l'évolution des prestations qu'il sert devant s'accélérer »,

le très fort ralentissement constaté de la croissance des recettes dû en premier lieu à celui de la croissance économique mais aussi pour l'AGIRC à l'effet plafond de la Sécurité sociale<sup>(5)</sup> et au développement pour les cadres dirigeants de mode de rémunération échappant à l'assiette de cotisations, a conduit ces deux régimes à signer de nouveaux accords en 1996.

Ainsi l'analyse présentée dans le rapport *Perspectives à long terme des retraites* sur l'évolution des taux de remplacement des salariés du secteur privé (régime général + complémentaires) s'en trouve modifiée. Une nouvelle étude de la CNAVTS fait le point sur cette question.

Sur la base d'hypothèses identiques d'évolution des salaires et des prix il apparaît que les accords du 25 avril 1996 réduiraient encore de 1 à 2 points en moyenne les taux de remplacement brut. Ainsi pour un homme de la génération 1955, qui garderait tout au long de sa carrière une position médiane dans la distribution salariale de sa génération, aurait à la date de son départ à la retraite un taux de remplacement global brut (base + complémentaire) de 63 %, avant les accords ce taux était estimé à 65 % (voir tableau 3). En comparaison le taux de remplacement d'un homme de la génération 1934 ayant pris sa retraite en 1994 était de 72 %. En net la baisse ne serait toutefois que de 4 points. Ce résultat qui compare deux générations, celle de 1934 ayant liquidé sa retraite en 1994 (avant réforme) et celle de 1955 qui liquidera sa retraite en 2015 (après réforme), ne peut s'interpréter toutefois comme l'effet de la réforme. Sans réforme, en effet, la croissance des taux de cotisations sociales nécessaires à l'équilibre des comptes aurait été sans commune mesure.

(5) Les cadres ne cotisent à l'AGIRC que sur leurs salaires supérieurs au plafond de la Sécurité sociale. Or celui-ci s'est accru ces dernières années plus que le salaire moyen, réduisant d'autant l'assiette sur laquelle sont assises les cotisations.

De 18,9 en 1990 les taux se seraient élevés à 32 points en 2015 puis à 48 points en 2040, pour une régime unique fictif. En net le taux de remplacement aurait alors été plus fort que l'unité, les retraités se retrouvant avec des revenus de 50 % plus élevés que ceux des actifs en 2015, et de 100 % plus élevés en 2040.

Ces dernières réformes ne règlent pas cependant les problèmes financiers à long terme de ces régimes complémentaires. À l'ARRCO le dernier accord sur la base d'une hypothèse de croissance en termes réels de l'assiette des cotisations de 1,5 % l'an à partir de 1998 permet de stabiliser le rapport de charges jusqu'en 2005 environ, ensuite sous l'effet des évolutions démographiques on constate une croissance régulière des besoins de financement (tableau 5). Du côté de l'AGIRC la situation apparaît plus sombre. Toutefois les incertitudes actuelles de l'évolution de l'assiette des cotisations rendent difficiles l'établissement de scénario à long terme.

**5. Évolution du rapport de charges de l'ARRCO à l'horizon 2020**

*Actualisation septembre 1997*

Année	Rapport de charges <sup>(*)</sup>
1996	1,03
2000	0,94
2005	0,97
2010	1,02
2015	1,16
2020	1,28

*Note :* (\*) Le rapport de charges est égal au rapport entre charges techniques et ressources techniques. Hypothèses : salaire moyen des cotisants de l'ARRCO : + 0,7 % en termes réels en 1997 ; + 1 % à partir de 1998 ; effectifs : + 0,5 % dès 1997 revalorisation des allocations en terme réels : - 0,9 % en 1997 ; stabilité ensuite.

**Simple éclairage des enjeux de long terme**

Ces exercices de simulation déjà réalisés, dont cette note rappelle les principales conclusions, ne constituent toutefois en rien des prévisions. Ils ne sont exhaustifs, ni dans le choix des scénarios, ni dans la liste des régimes étudiés<sup>(6)</sup>.

(6) Seuls les principaux régimes ont été étudiés dans le rapport perspectives à long terme des retraites : pour les régimes de base, le régime général, le régime de la Fonction publique, celui de la SNCF, des collectivités locales et enfin des exploitants agricoles ; pour les régimes complémentaires, ceux de l'ARRCO et de l'AGIRC.



Les simulations effectuées et présentées dans le rapport *Perspectives à long terme des retraites* s'appuient, en effet, sur des hypothèses dont chacune doit être discutée. De nombreuses incertitudes n'ont pu effectivement être levées concernant l'évolution des comportements et les perspectives économiques alors même que les perspectives financières des différents régimes ainsi que les écarts relatifs de revenus entre actifs et retraités y sont sensibles.

En ce qui concerne notamment les comportements d'activité aux âges élevés, l'hypothèse de stabilité relative à long terme peut être contestée. L'âge auquel les personnes désirent cesser leur activité professionnelle pourrait dans l'avenir être plus élevé, si le contexte socio-économique s'y prête, en raison de l'entrée plus tardive dans la vie active, de la moindre pénibilité du travail et des progrès continus de l'espérance de vie sans incapacité après 60 ans. La croissance économique de long terme pourrait être plus forte, et le rapport démographique cotisants/retraités moins dégradé.

Non exhaustif, en ce qui concerne les régimes de retraite et fondé sur des hypothèses démographiques spécifiques pour les régimes spéciaux étudiés, l'appréciation portée sur chacun doit, par ailleurs, être nuancée. Les résultats présentés ne portent que sur les prestations sociales légales d'assurance vieillesse servies et financées par les différents régimes examinés et excluent de fait de l'analyse les transferts de compensation démographique.

On ne peut donc tirer de ces exercices de conclusion mécanique sur l'avenir des régimes de retraite. L'intérêt de ces exercices tient donc essentiellement à l'éclairage qu'ils apportent sur les enjeux de long terme et les choix à opérer.

Les différentes simulations montrent ainsi que le pacte de solidarité entre générations mais aussi au sein d'une même génération, tel qu'il a pu être établi en 1945, est aujourd'hui soumis à de fortes tensions financières. Face à la dégradation du rapport démographique, assurer la pérennité du système suppose dès lors que l'on soit en mesure de définir collectivement les modalités d'évolution des paramètres de calcul des différents régimes permettant notamment de garantir des niveaux de vie comparables aux actifs et aux retraités.

## La réforme de 1993 du régime général

### *Le calcul des pensions*

La réforme modifie deux paramètres de calcul des pensions de retraite : la durée d'assurance, tous régimes, requise pour obtenir une pension à taux plein et la période de référence pour le calcul du salaire moyen servant à déterminer la pension.

La formule de calcul reste la même, soit :

$$P = SAM * t * d/150$$

avec :  $P$  le montant de la pension,  $SAM$  le salaire annuel moyen servant à déterminer la pension,  $t$  le taux de liquidation (compris entre 50 et 25 % selon la durée d'assurance tous régimes), et  $d$  la durée d'assurance au régime général écrêtée à 150 trimestres.

Ce qui change est le calcul des deux paramètres  $SAM$  et  $t$ .

### *Calcul du salaire moyen*

Antérieurement à la réforme, le salaire moyen servant de base au calcul de la pension correspondait à la moyenne des dix meilleures années de salaires, dans la limite toutefois du plafond de la Sécurité sociale en vigueur au cours de l'année considérée. Au terme de la réforme, c'est-à-dire en 2008, le nombre d'années retenues pour calculer le salaire moyen aura été progressivement élevé à 25 ans (soit un an de plus par génération). Une telle évolution tend à faire davantage de la prestation reçue le reflet de l'effort de cotisation fourni, tout en laissant subsister une logique de solidarité professionnelle puisque les plus mauvaises années de la carrière, liées en particulier aux difficultés d'insertion ou de réinsertion sur le marché du travail, seront neutralisées et ne pénaliseront pas l'assuré lors de la liquidation de ses droits.

### *Calcul du taux de liquidation*

Antérieurement à la réforme, la durée d'assurance - tous régimes, y compris les périodes de validation « gratuite » — servant à calculer le taux de liquidation était plafonnée à 150 trimestres. Le taux était égal à 50 % une fois atteints les 150 trimestres ou lorsque l'assuré était âgé de 65 ans. Lorsqu'aucune des deux conditions n'était remplie le taux de liquidation était minoré, sans toutefois pouvoir être inférieur à 25 %, de 1,25 % par trimestre manquant pour atteindre soit l'âge de 65 ans soit la durée d'assurance de 150 trimestres, le mode de calcul le plus avantageux pour l'assuré étant retenu.

Au terme de la réforme, c'est à dire en 2003, la durée d'assurance nécessaire pour avoir le taux plein aura été progressivement étendue à 160 trimestres, soit un trimestre de plus par génération.

Cette nouvelle règle permet de réduire les transferts entre les salariés qui ont commencé à travailler tôt et ont acquitté 42 voire 43 ans de cotisation, et les salariés qui sont entrés dans la vie active plus tardivement. Pour le régime général, on peut ainsi noter que 49 % des retraités dont la pension a été attribuée avaient plus de 40 ans d'activité professionnelle tous régimes (60 % pour les hommes et 34 % pour les femmes — recueil statistique 1996 de la CNAVTS).

## **La revalorisation des pensions et des salaires portés au compte**

La réforme modifie aussi les modalités de revalorisation des pensions et des salaires portés au compte individuel.

Les pensions et les salaires portés au compte seront indexés sur les prix pour les exercices allant de 1994 à 1998 inclus. Il ne s'agit pas toutefois d'une mesure totalement nouvelle, puisque cette indexation était en pratique appliquée depuis 1987. La revalorisation se fera en une seule fois au 1<sup>er</sup> janvier de chaque année. Il était prévu de procéder à un ajustement au 1<sup>er</sup> janvier 1996 afin de faire bénéficier les titulaires de pensions de vieillesse ou d'invalidité des progrès de productivité, ce qui a en fait été anticipé au 1<sup>er</sup> juillet 1995.

Le dispositif de revalorisation se compose de trois éléments :

- une revalorisation annuelle fixée en fonction d'un indice prévisionnel des prix ;
- un ajustement permettant de corriger un éventuel écart entre le taux prévisionnel et le taux réel d'évolution annuelle des prix (rattrapage « en niveau »). Cet ajustement peut être positif ou négatif ;
- une compensation versée aux retraités au titre de rattrapage si nécessaire (rattrapage « en masse ») ; celle-ci peut aussi, comme dans le cas précédent, avoir des valeurs négatives.

## **Le Fonds de solidarité vieillesse**

Le Fonds de solidarité vieillesse finance les dépenses de solidarité nationale.

Sa mission est double :

- à titre exceptionnel, assurer le remboursement de l'emprunt de 110 milliards de francs consenti par la Caisse des dépôts et consignations et pris en charge par l'État ; cette charge financière, évaluée en 1994 à 20 milliards de francs, a été transférée à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) créée en 1996 et à laquelle est affectée la contribution à la dette sociale (CRDS) ;
- à titre permanent, financer les avantages de vieillesse à caractère non contributif relevant de la solidarité nationale :
  - prestations constitutives du minimum vieillesse servies par tous les régimes (AVTS, AVTNS, allocation spéciale vieillesse, allocation supplémentaire de l'ex-FNS...) ; la charge financière de ce premier ensemble est évaluée pour 1996 à 17,3 milliards ;
  - majorations pour charges de famille accordées par le seul régime général et les régimes alignés (bonification pour enfants et majoration pour enfant à charge) ; le coût total est estimé en 1996 à 16,3 milliards de francs ;
  - validation de périodes contributives n'ayant pas donné lieu à perception de cotisations (chômage, préretraites, service national). Le coût des validations pour le régime général et les régimes alignés est évalué en 1996 à 34,9 milliards de francs.

## **Les accords AGIRC et ARRCO de 1993, 1994 et 1996**

*L'accord de l'ARRCO du 10 février 1993 prévoit notamment :*

- un relèvement progressif du taux minimum contractuel qui s'élèvera à 6 % au 1<sup>er</sup> janvier 1999 (4 % en 1993-1994-1995, 4,5 % au 1<sup>er</sup> janvier 1995, 5 % au 1<sup>er</sup> janvier 1996, 5,5 % au 1<sup>er</sup> janvier 1997 et 6 % au 1<sup>er</sup> janvier 1999),
- une stabilité du taux d'appel fixé à 125 % jusqu'en 1995, le taux minimum effectif de cotisation en 1993-1994-1995 est donc de 5 %,
- une diminution du rendement de référence qui passe de 13,8 % à la date de l'accord à 13,62 % en 1993, 13,46 en 1994 et 13,3 % en 1995.

*L'accord de l'AGIRC du 9 février 1994 prévoit notamment :*

- un relèvement progressif du taux minimum contractuel qui s'élèvera à 16 % en 2003 (10 % au 1<sup>er</sup> janvier 1994, 12 % au 1<sup>er</sup> janvier 1995, 13 % au 1<sup>er</sup> janvier 1996, 14 % au 1<sup>er</sup> janvier 1999 puis 16 % en 2003),
- une augmentation du taux d'appel qui est porté de 117 à 121 % au 1<sup>er</sup> janvier 1994 puis à 125 % au 1<sup>er</sup> janvier 1995. Ainsi, pour un taux contractuel minimum de 10 % la cotisation est égale, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1994, à 12,1 %,
- aucune revalorisation de la valeur du point en 1994,
- la création d'une contribution de solidarité au financement des points chômage égale à 0,7 % des allocations versées en 1995 et à 1 % en 1996.

*Pour les projections présentées dans le rapport Perspectives à long terme des retraites, les hypothèses retenues sont :*

- pour l'ARRCO, le maintien au-delà de 1999 du taux contractuel minimum à 6 % et une baisse du rendement de 1 % due à une sous-indexation de la valeur du point par rapport à l'évolution des salaires (celle-ci étant uniquement indexée sur les prix — valeur du point 2 %, salaire 3 %, prix 2 %),
- pour l'AGIRC, le maintien du taux contractuel minimum à 16 % à partir de 2003, une baisse du rendement de 1 % due à une sous-indexation de la valeur du point par rapport à l'évolution des salaires (celle-ci étant uniquement indexée sur les prix - valeur du point 2 %, salaire 3 %, prix 2 %) et le maintien à 1 % de la contribution de solidarité.

*Ces projections ne prennent pas en compte les incidences des accords du 25 avril 1996 relatifs à l'ARRCO et à l'AGIRC*

Confrontés à la dégradation de la situation financière des régimes de retraite complémentaire au milieu de la décennie, les partenaires sociaux ont en effet signé trois importants accords qui prévoient :

- à l'ARRCO : l'augmentation de 6 % à 16 % du taux contractuel de cotisation sur les salaires supérieurs au plafond de la Sécurité

sociale d'ici à 2005, une sur-indexation des salaires de référence de 3,5 points par rapport à l'évolution du salaire moyen, l'unification à 55 ans pour les hommes et les femmes de l'âge d'ouverture du droit à pension de réversion, la transformation du régime en une véritable fédération de caisses qui appliquent des règlements identiques,

- à l'AGIRC : l'anticipation à 1999 du passage au taux contractuel de 16 %, une sur-indexation des salaires de référence de 4,5 points par rapport à l'évolution du salaire médian, une moindre générosité du dispositif permettant d'attribuer des droits à la retraite aux cadres rémunérés en deçà du plafond de la Sécurité sociale,

- dans les deux régimes : une réduction des avantages non contributifs, notamment par un durcissement des conditions de validation des périodes de chômage,

- la mise en place d'une solidarité financière entre l'ARRCO et l'AGIRC, cette dernière recevant un transfert de l'ARRCO afin de compenser les conséquences de la progression du plafond de la Sécurité sociale.



## *Annexe C*

# **Évolutions démographiques et retraites : éléments sur la réforme de 1993**

**Pierre Ralle**

*INSEE*

Cette note présente tout d'abord les projections démographiques et les projections de population active réalisées par l'INSEE. Elle rappelle ensuite l'évolution récente des retraites, ainsi que les grandes lignes de la réforme du régime général mise en œuvre en 1993. Certains éléments de mesure des effets de cette réforme à long terme sont présentés.

Selon les projections démographiques réalisées par l'INSEE en 1994, la poursuite attendue de la baisse de la mortalité, notamment aux âges élevés, va conduire à un vieillissement accéléré de la population française. À partir de 2020, dans les scénarios les plus vraisemblables, la population de plus de 60 ans serait ainsi plus nombreuse que celle des moins de 20 ans. En France, jusqu'au milieu de la décennie 2000-2010, la population active continuerait d'augmenter, pour des raisons essentiellement démographiques. Ensuite, l'arrivée à 60 ans des premières générations de l'après-guerre conduirait à une inversion de tendance. Jusqu'en 2015, la diminution de la population active serait modérée. À partir de 2015-2020, dans l'hypothèse d'un prolongement de la baisse de la fécondité, la diminution de la population active devrait s'accroître.

Si le poids des plus âgés dans la population va, à l'avenir, s'accroître, la part du revenu national qui leur revient a déjà augmenté. Le niveau des taux d'intérêt réels, l'arrivée à la retraite de personnes ayant des carrières relativement satisfaisantes, le nombre plus élevé de femmes ayant des carrières complètes et la situation difficile des plus jeunes sur le marché du

travail se conjuguent pour l'expliquer. Ainsi, entre 1984 et 1994, la masse des retraites augmente de 3,7 % par an, en francs constants. Pour les trois quarts, cette évolution provient de l'accroissement du nombre de personnes percevant une pension (2,7 % par an). Le reste provient essentiellement du renouvellement des générations : le pouvoir d'achat de la moyenne des pensions croît d'environ 1 % par an alors que celui des personnes ayant déjà une pension est pratiquement stable. Au total, les retraités disposent aujourd'hui d'un niveau de vie qui, en moyenne, est un peu supérieur à celui des actifs.

Une réforme des régimes de retraite du secteur privé a eu lieu en 1993. Cette réforme, qui prend progressivement effet entre 1993 et 2008, réduit le montant des pensions, toutes choses égales par ailleurs. Des travaux de microsimulation ont été réalisés par la division Redistribution et Politiques Sociales de l'INSEE pour mesurer les conséquences de cette réforme. Ces travaux reposent sur l'hypothèse, assez réaliste, que les salariés font valoir leur droit à une pension quand ils peuvent bénéficier d'une retraite à taux plein. À l'horizon 2020, le modèle simule un impact relativement limité de la réforme sur l'âge de liquidation. Un tiers des salariés seraient amenés à reculer leur liquidation et le report serait maximum (10 trimestres) pour environ 10 % d'entre eux. Mais pour les salariés dont les carrières sont longues (plus de 160 trimestres de cotisation à 60 ans) et pour ceux dont les carrières sont courtes (moins de 150 trimestres à 65 ans) la réforme de 1993 ne conduit pas à une modification de l'âge auquel ils peuvent bénéficier du taux plein.

## Projections démographiques et évolution de la population active

En 1994, l'INSEE a effectué plusieurs scénarios d'évolution de la population française à l'horizon 2050<sup>(1)</sup>. Ces projections sont fondées sur les données du recensement de 1990. La sensibilité des résultats à trois variables a été étudiée : la mortalité, la fécondité, les flux migratoires. Malgré la baisse de la fécondité et le freinage de l'immigration observés depuis une vingtaine d'années, la population française devrait continuer à croître jusqu'en 2020. À partir de cette date, dans un scénario « moyen » (où le taux de fécondité est égal à 1,8), la population se stabiliserait entre 2020 et 2050, autour d'environ 65 millions de personnes. La descendance finale future serait, dans ce cas, inférieure à celle observée chez les femmes des générations 1950 à 1955. Cette hypothèse d'inflexion à la baisse de la descendance finale des générations futures correspond à la poursuite du déficit des naissances chez les jeunes femmes, avec une compensation seulement

(1) Dinh (1994) : « La population de la France à l'horizon 2050 », *Économie et Statistique*, n° 274.



partielle en fin de vie féconde. Un taux de fécondité de 2,1 (permettant le remplacement, à la naissance, des générations de mères par celles des filles) conduirait à un niveau de population supplémentaire d'environ 10 millions en 2050 ; un taux de fécondité de 1,5 (rapprochant l'indice conjoncturel de la France de celui de ses partenaires européens) conduirait à un niveau de population inférieur d'environ 8 millions en 2050.

### 1. Projection de population en fonction de la fécondité

	Moins de 20 ans en % du total	20-59 ans en % du total	60 ans ou plus en % du total	20-59 ans en % des 20 ans ou plus
1950	30,1	53,6	16,2	76,7
1960	32,3	51,0	16,7	75,3
1970	33,1	48,8	18,0	73,0
1980	30,6	52,4	17,0	75,5
1990	27,8	53,2	19,0	73,7
Fécondité 1,8				
2000		53,6	20,5	72,4
2010	24,2	53,0	22,8	69,9
2020	22,7	50,5	26,8	65,3
2030	21,9	47,9	30,3	61,3
2040	21,1	46,4	32,5	58,8
2050	20,7	45,6	33,7	57,5
Fécondité 2,1				
2000	26,3	53,3	20,3	72,4
2010	25,7	51,9	22,4	69,9
2020	25,1	49,1	25,8	65,6
2030	24,7	46,9	28,5	62,2
2040	24,5	45,8	29,7	60,7
2050	24,3	45,8	29,8	60,6
Fécondité 1,5				
2000	25,3	54,1	20,6	72,4
2010	22,2	54,3	23,4	69,9
2020	20,0	52,0	28,0	65,0
2030	18,7	48,8	32,5	60,1
2040	17,4	46,6	35,9	56,5
2050	16,7	44,6	38,7	53,6

Source : Dinh, 1994.

Si la mesure de l'évolution de la population totale dépend des hypothèses de fécondité, la poursuite attendue de la baisse de la mortalité, notamment aux âges élevés, va conduire à un vieillissement accéléré de la population française. À partir de 2020, dans les scénarios raisonnables, la population de plus de 60 ans serait ainsi plus nombreuse que celle des moins

de 20 ans (tableau 1). La part des personnes de 20 à 60 ans dans les plus de 20 ans passerait ainsi d'un peu moins de 75 % en 1990 à moins de 60 % en 2050 (dans le scénario de fécondité moyenne). Compte tenu de la baisse du nombre de jeunes de moins de 20 ans la diminution de la part des personnes de 20 à 60 ans dans la population totale serait plus faible<sup>(2)</sup>. Elle n'en existe pas moins : de 53 à 46 % dans le scénario de fécondité moyenne.

Un tel phénomène est commun à la plupart des pays développés. Les travaux réalisés pour la commission européenne indiquent qu'à l'horizon 2050 le nombre de personnes de moins de 50 ans aura diminué en Europe alors que le nombre de celles de plus de 50 ans aura fortement augmenté<sup>(3)</sup>.

En ce qui concerne la population active, la projection de référence réalisée par une équipe de l'INSEE, de la DARES et du Commissariat Général du Plan (Brondel, Guillemot, Lincot et Marioni, 1996) considère une hausse jusqu'en 2006 (la population active étant alors plus élevée de 1,5 million de personnes) et une réduction ensuite (à un rythme modéré jusqu'en 2015). La plausibilité d'un tel scénario est évidemment plus forte à un horizon où tous les actifs sont déjà nés qu'à un horizon plus lointain, où parmi les nouveaux arrivants sur le marché du travail il y aura des personnes qui ne sont pas encore nées. Dans ce cas les résultats sont beaucoup plus sensibles aux hypothèses effectuées en matière de fécondité (dans ce scénario central le taux de fécondité est de 1,8 enfant par femme).

Dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix la population active augmente en moyenne d'environ 170 000 personnes par an, à un rythme qui se ralentit légèrement (tableau 2). Dans la première moitié de la décennie 2000-2010, un nouveau ralentissement se produirait, suivi par une baisse à partir de 2006. Au-delà, le nombre d'actifs diminuerait pour rejoindre son niveau actuel aux alentours de 2040.

Il est à noter que, si jusqu'en 2005 la population augmente, c'est essentiellement du fait de l'accroissement du nombre des actifs les plus âgés, phénomène qui prend fin ensuite.

Outre les hypothèses en matière de fécondité, la réalisation de projections de population active nécessite d'effectuer des hypothèses sur le solde migratoire et sur les comportements d'activité. Le solde migratoire se maintient dans le scénario de référence à un niveau annuel constant de + 50 000. En matière d'activité il est supposé que les principales tendances observées dans le passé (et en particulier dans les années quatre-vingt) vont se prolonger, puis se stabiliser. Cela conduit à une hausse de l'activité féminine et à une baisse de l'activité des plus jeunes et des plus âgés.

---

(2) Concialdi P. (1997) : « Le débat sur les retraites : l'alibi de la démographie », *Revue de l'IREs*, n° 23, hiver.

(3) Voir par exemple le bulletin mensuel d'informations de l'INED (1997) : « Le vieillissement démographique de l'Union européenne », *Population et Sociétés*, n° 321, février.

## 2. Évolution annuelle de la population active

	1995-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2020	2021-2040
15-24 ans	- 80	- 5	- 3	- 5	- 5
25-54 ans	218	- 35	- 29	- 53	- 51
55 ans et plus	27	164	12	17	- 11
Total	165	124	- 20	- 41	- 67

Source : Brondel, Guillemot, Lincot et Marioni, 1996.

Cependant, les évolutions démographiques présentées précédemment ont un rôle déterminant dans le retournement de la population active au milieu de la décennie 2000-2010. L'impact des taux d'activité apparaît plus limité. En effet, si le taux d'activité des femmes s'accroît, celui des tranches d'âge les plus jeunes et les plus élevées diminue, et dans l'ensemble, la contribution des taux d'activité à l'évolution de la population active est faible.

- Les comportements d'activité féminins et masculins se rapprochant, Brondel et *alii* considèrent par exemple qu'à long terme les femmes de 25 à 29 ans auront un taux d'activité de 90 % et celles de 50 à 54 ans de 85 %. Ainsi, alors qu'aujourd'hui les femmes représentent 45 % des personnes actives, elles en représenteront 48 % en 2015.

- L'âge moyen d'entrée dans la vie active a augmenté de trois ans au cours des 25 dernières années. Brondel et *alli* considèrent qu'un tel mouvement va se ralentir et que l'âge de fin de scolarisation va se stabiliser au début du siècle prochain. Dès lors, le taux d'activité des 15-24 ans serait stable à environ 26 % (contre 31 % actuellement). Ainsi, le poids des jeunes dans l'activité se stabiliserait à un peu plus de 7 % entre 2000 et 2015.

Enfin, le taux d'activité des plus de 55 ans se stabiliserait à un niveau supérieur à 13 %, légèrement plus faible que le taux actuel. Cependant, du fait des évolutions démographiques, la part des plus de 55 ans dans la population active, inférieure à 10 % au début du prochain siècle augmenterait pour se stabiliser à 13 % à partir de 2015 (elle était plus élevée dans le passé : 18,7 % en 1968).

En ce qui concerne l'immigration, Brondel et *alii* calculent un solde migratoire théorique qui stabiliserait la population active à son niveau du milieu de la décennie 2000-2010. Celui-ci s'établirait à 100 000 au début des années 2010. Il monterait ensuite et pourrait valoir près de 300 000 en 2025.

# Retraites et revenus

Si le poids des plus âgés dans la population va, à l'avenir, s'accroître, la part du revenu national qui leur revient a déjà augmenté. Le niveau des taux d'intérêt réels, l'arrivée à la retraite de personnes ayant des carrières relativement satisfaisantes, le nombre plus élevé de femmes ayant des carrières complètes et la situation difficile des plus jeunes sur le marché du travail se conjuguent pour l'expliquer.

Au début des années quatre-vingt-dix comme à la fin des années quatre-vingt, la masse des retraites augmente de 3,7 % par an, en francs constants (tableau 3). Comptablement, les trois quarts de cette évolution sont expliqués par la croissance du nombre de personnes percevant une pension (2,7 % par an). Celle-ci résulte de deux facteurs. D'une part, le nombre de ménages percevant une retraite augmente (de 1,9 % par an). D'autre part, il y a de plus en plus de ménages de retraités dont les deux membres perçoivent une retraite : le nombre de retraités par ménage percevant une pension augmente chaque année de 0,8 %.

## 3. Les retraites entre 1984 et 1994

*Taux de croissance annuel moyen en %*

Masse des retraites	3,7
Pension moyenne par personne percevant une pension	1,0
Nombre de personnes percevant une pension	2,7
dont : nombre de ménages percevant une pension	1,9
nombre de personnes par ménage percevant une pension	0,8

Source : Enquêtes sur les budgets de famille.

Compte tenu de ces évolutions, la pension moyenne a augmenté de 1 % par an entre 1984 et 1994. Cette croissance ne signifie cependant pas que la pension d'une personne à la retraite durant toute cette période a crû d'autant. Il faut en effet tenir compte des phénomènes « d'entrée-sortie » : l'augmentation de la pension moyenne provient largement du fait que les personnes qui décèdent ont des retraites plus faibles que les personnes qui entrent en retraite. Ainsi, entre 1988 et 1993, d'après le SESI, le taux de croissance annuel moyen de la retraite d'un retraité est de 0,2 %<sup>(4)</sup>.

Au total, les retraités disposent aujourd'hui d'un niveau de vie qui, en moyenne, est un peu supérieur à celui des actifs<sup>(5)</sup>. Au sein des retraités, une sensible réduction de la dispersion a eu lieu jusqu'au milieu des années quatre-vingt (du fait du minimum vieillesse et du renouvellement des géné-

(4) Cette information est issue de l'échantillon interrégimes de retraités constitué par le SESI. Les données pour 1998 seront disponibles prochainement.

(5) « Revenus et patrimoines des ménages », *Synthèses de l'INSEE*, n° 5, 1996.

rations, encore à l'œuvre). Ce mouvement a pris fin depuis : le niveau de vie augmente à peu près au même rythme, quelle que soit la position du ménage dans la hiérarchie des revenus. En bas de la distribution, l'essentiel des évolutions provient du renouvellement des générations ; en haut de l'accroissement des revenus du patrimoine<sup>(6)</sup>. Assez naturellement la dispersion des situations des ménages retraités est peu influencée par la conjoncture économique et les évolutions observées au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt se poursuivent durant la période 1989-1994. À l'inverse de ce qui s'est passé pour les retraités, au sein des actifs, il y a eu une hausse de la dispersion entre 1989 et 1994. De ce fait, les « inégalités » sont aujourd'hui devenues plus importantes au sein des actifs qu'au sein des retraités (tableau 4).

#### 4. Indice de Gini chez les actifs et chez les retraités de 1984 à 1994

	1984	1989	1994
Actifs et assimilés	0,323	0,335	0,361
Retraités et assimilés	0,351	0,353	0,350
Ensemble des ménages	0,332	0,341	0,357

Source : Enquêtes sur les budgets de famille.

### Les conséquences de la réforme de 1993

La croissance rapide des retraites a conduit les pouvoirs publics à prendre un certain nombre de mesures, principalement en ce qui concerne les salariés du secteur privé. Avant d'en présenter les conséquences, il convient de rappeler la part qu'occupe le régime général dans l'ensemble des retraites. Le régime général est le régime de base obligatoire pour tous les salariés du secteur privé. Deux régimes complémentaires obligatoires lui sont liés : l'ARRCO pour l'ensemble des salariés et l'AGIRC pour les cadres. La CNAV a distribué plus de huit millions d'avantages principaux de droit direct en 1995, à une population qui représente près de 70 % de la population de la France métropolitaine âgée de 60 ans et plus. De plus, elle a versé plus de 500 000 droits de réversion à des veufs ou veuves non titulaires de droits directs du Régime Général. Au total, 8,5 millions de personnes perçoivent au moins un avantage vieillesse en provenance de la CNAV.

(6) Voir par exemple au CSERC (1996) : *Inégalités d'emploi et de revenus : les années quatre-vingt-dix*, ou bien Les Cahiers du Lasaire (1997) : *Les inégalités : une mise en perspective*.

La masse des retraites de droit direct versées par les régimes d'assurance vieillesse obligatoires s'élève à environ 800 milliards de francs en 1995, dont 700 pour les seuls salariés. Au sein des régimes de salariés, les régimes de base représentent plus de 500 milliards et les régimes complémentaires moins de 200 milliards. Si le régime général est le plus important des régimes de base (près de 300 milliards), les autres n'ont pas un poids négligeable : ils représentent plus de 200 milliards. Au total, la CNAV, l'ARRCO et l'AGIRC versent les trois cinquièmes de l'ensemble des retraites, soit environ 470 milliards.

### 5. Le régime général dans l'ensemble des régimes d'assurance vieillesse obligatoires en 1995

Régimes obligatoires d'assurance vieillesse	Les retraites de droit direct (en milliards de francs)	Poids dans les régimes obligatoires (en %)
<b>Ensemble</b>	<b>794</b>	<b>100</b>
<i>Régimes des salariés :</i>	<i>709</i>	<i>89,3</i>
Régimes de Base :	527	66,5
CNAV (Régime Général)	291	36,6
Fonctionnaires de l'État	110	13,9
Entreprises publiques (SNCF, RATP, EDF-GDF)	41	5,1
MSA (salariés agricoles)	22	2,8
CNRACL (collectivités locales et hôpitaux)	27	3,4
Autres	37	4,6
Régimes Complémentaires :	181	22,8
AGIRC	60	7,6
ARRCO	116	14,6
IRCANTEC	5	0,6
<i>Régimes des non salariés :</i>	<i>85</i>	<i>10,7</i>
MSA (exploitants agricoles)	39	4,9
ORGANIC (commerçants)	15	1,8
CANCVA (artisans)	12	1,5
CNAVPL (professions libérales)	9	1,2
CNBF (avocats)	10	1,3

Source : SESI, Comptes de la protection sociale.

Les éléments d'information dont on dispose sur les retraites sont peu homogènes, puisqu'ils proviennent des différentes caisses. Cependant, à partir de l'échantillon interrégimes de retraités du SESI, on peut reconstituer l'ensemble des avantages vieillesse perçus par un retraité. Selon cet échantillon, seuls 43 % des retraités de 65 ans n'ont que le régime général comme régime d'affiliation ; 23 % d'entre eux ont un régime d'affiliation unique autre que le régime général et 34 % ont plusieurs régimes.

Parmi les personnes qui bénéficient du régime général, la part de la retraite versée par la CNAV ne représente, en moyenne, qu'un peu moins de la moitié de la retraite totale ; 30 % de la retraite provient des régimes complémentaires obligatoires et 20 % d'autres régimes (tableau). Parmi les bénéficiaires de la CNAV qui sont uni-pensionnés, 60 % de la retraite provient (en moyenne) du régime général (et le reste des régimes complémentaires obligatoires). Parmi ceux qui sont poly-pensionnés, 31 % de la retraite provient (en moyenne) du régime général et 21 % des régimes complémentaires obligatoires. Près de la moitié de la retraite perçue provient d'autres régimes.

## 6. Parts des régimes obligatoires dans la retraite moyenne pour un pensionné du régime général(\*)

En %

Régimes de retraite	Poly-pensionné	Uni-pensionné	Ensemble
CNAV (régime général)	31,4	60,3	47,2
MSA (salariés agricoles)	5,3	—	2,4
Fonction Publique	14,5	—	6,6
CNRACL	4,9	—	2,2
ORGANIC (commerçants)	2,8	—	1,3
CANCAVA (artisans)	2,0	—	0,9
MSA (exploitants agricoles)	4,8	—	2,2
Autres régimes de base	13,0	—	5,9
Total régimes de base	78,7	60,3	68,7
ARRCO	12,1	22,7	17,9
AGIRC	5,3	14,2	10,1
Autres régimes complémentaires	3,8	2,8	3,3
Total régimes complémentaires	21,2	39,7	31,3

(\*) Pensionné du régime général : seuls les avantages principaux de droits directs sont pris en compte.

Source : SESI, Échantillon interrégimes de retraites 1993.

Le principe du calcul de la pension du régime général à laquelle a droit une personne consiste à lui attribuer une fraction (que l'on qualifie ici de taux de pension) d'un salaire dit « de référence ». Celui-ci est la moyenne des salaires « pris en compte » les plus élevés. Ces salaires sont égaux aux salaires passés, dans la limite du plafond de la Sécurité sociale. Des coefficients de revalorisation s'appliquent aux salaires passés. Le plafonnement limite l'importance du régime général pour les salariés qui sont rémunérés au-delà du plafond.

Le taux de la pension est calculé soit selon l'âge, soit selon la durée de cotisation totale aux régimes de retraite. Au titre de l'âge, entre 60 ans (âge minimum de liquidation) et 65 ans, le taux croît linéairement de 25 à

50 % (taux plein). Au titre de la durée de cotisation, le taux croît aussi linéairement, jusqu'à la valeur du taux plein accordé pour la durée légale de cotisation. Le meilleur des deux taux est retenu pour le calcul de la pension. Enfin, puisqu'il s'agit de la pension du régime général, un coefficient réducteur est appliqué à ce taux si la durée de cotisation au seul régime général est inférieure à 37,5 ans.

Ce système, relativement compliqué, date de 1983. Auparavant, le taux lié à la durée de cotisation était nul. Ainsi une personne qui voulait partir à 60 ans avait le droit de le faire mais au taux de 25 %. Avec « l'abaissement de l'âge de la retraite à 60 ans » elle peut partir avec un taux de 50 % (qualifié de taux plein) dès lors qu'elle a cotisé un nombre suffisant d'années.

En 1993, une réforme a eu lieu, dont la mise en place est progressive. Cette réforme ne concerne pas simplement le calcul du taux mais aussi celui du salaire pris en compte dans l'établissement de la pension. D'une part, la durée de cotisation requise pour obtenir le taux plein est progressivement augmentée de 37,5 à 40 ans (de 150 à 160 trimestres, un trimestre de plus est exigé pour chacune des générations nées entre 1934 et 1943). D'autre part, le calcul du salaire de référence repose sur une durée plus longue. Des 10 meilleures années, cette durée passera progressivement aux 25 meilleures.

**7. Effet de la durée de cotisation sur le taux de pension<sup>(\*)</sup>**

*En %*

Nombre d'années de cotisation	Taux de pension avant la réforme de 1993	Taux de pension après la réforme de 1993
32	21,3	21,3
33	24,2	22,0
34	29,5	22,7
35	35,0	23,3
36	40,8	28,8
37	46,9	34,5
37,5	50,0	37,5
38	50,0	40,0
39	50,0	45,0
40	50,0	50,0

(\*) Quand cet effet est plus favorable que celui lié à l'âge, pour une personne d'au moins 60 ans.

Le tableau 7 résume l'influence de la durée de cotisation sur le taux de pension, dans le cas où c'est la durée (et non l'âge) qui joue, avant et après la réforme de 1993.



Bien que l'influence de la durée de cotisation sur le taux de pension passe par deux canaux, celle-ci est finalement presque linéaire. Pour chaque année supplémentaire de travail, le salarié gagne environ 5 % sur son taux de pension, avant comme après la réforme. Ce taux s'appliquant pour toutes les années de retraite à venir, le salarié est très fortement incité à continuer à travailler jusqu'à l'obtention du taux plein. La prise en compte des régimes complémentaires obligatoires ne modifie pas fondamentalement ce diagnostic<sup>(7)</sup>.

De cette partie décrivant les caractéristiques institutionnelles, un enseignement principal peut être tiré : il est très désavantageux de ne pas obtenir une retraite à taux plein, compte tenu de l'importance de la perte subie.

### 8. Répartition des reports dus à la réforme de 1993 (salariés nés en 1960)

Durée de cotisation avant la réforme	Âge de la retraite avant la réforme	Âge de la retraite après la réforme	Nombre d'années de report					
			0	0,5	1	1,5	2	2,5
Moins de 37,5 ans	65	65	17					
37,5 ans	entre 60 et 65	entre 60 et 65		1		5		12
38 ans	60	62					8	
39 ans	60	61			9			
40 ans ou plus	60	60	48					

Source : INSEE, Division RPS.

Pour donner une évaluation de l'impact de la réforme de 1993 nous utilisons les résultats du programme de microsimulation développé par la division Redistribution et Politiques Sociales de l'INSEE. Ce programme utilise l'enquête Actifs Financiers de 1991 pour constituer un échantillon représentatif de la population française et pour en simuler l'évolution au cours du temps sur les plans démographique et économique : naissance, mariage, décès, études, carrière professionnelle, retraite. Pour pouvoir étudier l'impact de la réforme sur une population homogène et s'affranchir de tout effet de génération, on se limite ici à un échantillon représentatif de la seule génération 1960. De plus, on suppose que chaque salarié prend sa retraite au moment où il accède au taux plein. Le passage de 150 à 160 trimestres de cotisation pour obtenir le taux plein modifie peu les départs (tableau 8). Un tiers des salariés serait amené à reculer leur liquidation pour conserver le taux plein, et le report serait maximum (10 trimestres, soit 2 ans et demi) pour environ 10 %. Ce résultat tient à la forte

(7) Sur ce point on peut se reporter à Pelé et Ralle (1997) : « Âge de la retraite : les aspects incitatifs du régime général », *Document de Travail de l'INSEE*, n° G9718.

proportion de salariés pour lesquels la réforme n’a pas d’impact. Ce sont en particulier les salariés qui, dès 60 ans, ont plus de 160 trimestres de cotisation et, à l’autre extrême, les salariés dont les carrières sont courtes (surtout des femmes) et qui liquident à 65 ans.

Si la réforme modifie l’âge de la retraite pour seulement certains salariés, en revanche, elle baisse le niveau de la pension du régime général pour tous les salariés. Inversement, le recul de l’âge de la retraite augmente faiblement les montants des retraites complémentaires. La baisse de la pension du régime général est essentiellement due au calcul du salaire annuel moyen sur les 25 meilleures années au lieu des 10 meilleures. Sur l’ensemble de l’échantillon, la pension moyenne baisse de 5,9 % (tableau 9). À nouveau, on peut mettre en évidence le rôle de la durée de cotisation. En ce qui concerne la pension versée par le régime général, la perte due à la réforme est d’autant plus forte que la durée de cotisation est faible. En effet, la pente du profil de salaire a un rôle important. Plus le profil de salaire est plat, moins il y a de différences dans le calcul de la moyenne sur les 10 ou sur les 25 meilleures années. Aussi, le passage de 10 à 25 est plus pénalisant pour les personnes dont les durées de carrière ont été courtes, toutes choses égales par ailleurs : on prend alors facilement en compte les salaires obtenus en début de carrière, généralement les plus faibles. Pour les personnes ayant cotisé moins de 37,5 ans, la diminution de la pension est de 16,8 % ; pour celles ayant cotisé plus de 40 ans, la diminution est de 3,5 %.

**9. Variation de pension due à la réforme de 1993(\*)  
(salariés nés en 1960)**

Durée de cotisation avant la réforme	Taux de variation de la pension du régime général	Taux de variation de l'ensemble de la pension
Moins de 37,5 ans	– 16,8	– 12,6
37,5 ans	– 5,7	– 1,9
38 ans	– 4,3	– 1,6
39 ans	– 4,1	– 2,1
40 ans ou plus	– 3,5	– 2,5

(\*) La réforme réduit de 16,8 % la pension du régime général des personnes ayant une durée de cotisation inférieure à 37,5 ans.

Source : INSEE, division RPS.

## *Annexe D*

# **Régimes supplémentaires de retraite et épargne d'entreprise : état des lieux des dispositifs existants et des régimes d'exonération fiscales et sociales**

**Jean-Marc Aubert et Agnès Plassart**

*Direction de la Prévision*

Divers dispositifs permettent d'ores et déjà aux salariés de se constituer un complément de revenu au moment de la retraite. Certains de ces dispositifs constituent un véritable « troisième étage facultatif de la retraite ». Mais il faut compter également avec les systèmes d'épargne salariale qui apparaissent concurrents des précédents bien qu'ils ne soient pas exclusivement dédiés à la retraite.

La présente annexe se propose d'en dresser un état des lieux sous forme de fiches.

## **Les régimes de retraite supplémentaires**

Les régimes de retraite supplémentaires regroupent les opérations facultatives(\*) à l'AGIRC et l'ARRCO, et les régimes supplémentaires collectifs gérés en répartition ou en capitalisation par l'entreprise elle-même, une caisse d'entreprise, une compagnie d'assurance ou une mutuelle. Ces dispositifs présentent les cinq caractéristiques suivantes :

- L'épargne-retraite est peu développée en France. Les pensions des régimes par répartition constituent la principale source de revenu des

---

(\*) Rendues progressivement obligatoires par les accords ARRCO et AGIRC du 10 février 1993 et AGIRC du 9 février 1994.

retraités. L'importance des fonds drainés par l'épargne-retraite est limitée par rapport aux autres régimes de retraite mais aussi par rapport à des produits proches telle que l'assurance vie (fiche 1).

- La caractéristique actuelle des dispositifs est leur extrême hétérogénéité tant dans les organismes gestionnaires des produits que des droits offerts (fiches 2, 3 et 4). A l'instar des régimes de base ils se sont organisés sur une base professionnelle (fiches 5 et 6).

- La relative importance de régimes supplémentaires à prestations définies pour lesquels les engagements de retraite n'étaient pas provisionnés fragilisait ce secteur jusqu'à la loi de 1994. La loi de 1994 a amélioré la situation. Certaines caisses ont opté pour des régimes à cotisations définies (fiche 7).

- Les règles d'exonération fiscale et sociale (articles 39 et 83 du CGI et l'ancien article L242 du Code de la Sécurité) conduisent à un traitement hétérogène et différencié des régimes à cotisations définies et prestations définies. La jurisprudence a eu plutôt tendance à appliquer des règles identiques à tous les régimes pour la déductibilité sociale. Au total la réglementation reste très complexe et ce d'autant plus si l'on ajoute la récente loi sur les plans d'épargne retraite du 25 mars 1997 (fiche 8).

- Le caractère incitatif de ces produits demeure néanmoins assuré par les dispositions actuelles. Les plafonds de déductibilité autorisent notamment le développement des produits d'épargne retraite sauf pour les salariés à très hauts revenus (fiche 9). Il reste que même au sein de ce plafond le développement de ces régimes entraînerait mécaniquement une diminution de l'assiette des régimes complémentaires et de base.

## **L'épargne salariale**

Les régimes supplémentaires sont concurrents avec d'autres systèmes d'épargne d'entreprise qui impliquent une participation partielle ou totale de l'employeur. Il s'agit des indemnités de fin de carrière et de l'épargne salariale (intéressement, participation, plan d'épargne d'entreprise) qui peuvent répondre en particulier à des besoins de retraite (fiche 10).

## *1. Importance des régimes supplémentaires de retraite*

Il n'existe pas de données globales sur ce secteur. Les données comprennent généralement un certain nombre de régimes fermés (régimes bancaires par exemples) et laissent de côté certains régimes.

Plusieurs types d'organismes gèrent des régimes supplémentaires de retraite pour les salariés : les institutions de retraite supplémentaires, les compagnies d'assurances, les mutuelles et les caisses de prévoyance. Par ailleurs, un certain nombre de régimes par répartition sont gérés directement par les entreprises.

Le montant total des recettes des régimes supplémentaires de retraite devrait être inférieur à 15 milliards de francs répartis de la manière suivante :

- Les recettes des institutions des régimes supplémentaires d'entreprise (hors caisses du secteur bancaire, CPOSS et IRCANTEC qui sont des régimes complémentaires) s'élevaient à 3,6 milliards de francs selon les derniers chiffres de la DSS. Plusieurs régimes sont fermés. Par ailleurs, seuls quelques-uns de ces régimes sont gérés par capitalisation.
- Les contrats d'assurance de groupe représentaient en 1992 environ 10 milliards de francs de primes versées par an selon le rapport de l'IGAS sur la situation des institutions de retraite complémentaire.
- L'importance des régimes en gestion directe n'est pas connue mais semble être limitée.

Ainsi, l'ampleur des régimes supplémentaires est très limitée par rapport aux 1 000 milliards de francs de pensions versées par les régimes obligatoires fonctionnant par répartition. Par ailleurs, la tendance actuelle serait plutôt à la stagnation des régimes existants, voire à la fermeture de certains, plutôt qu'à un développement de nouveaux régimes.

## 2. Les modes de gestion

Les articles L941-1 du Code de la Sécurité sociale, L310-1 du Code des assurances et L111-1 du Code de la mutualité limitent les formes juridiques que peuvent revêtir les organismes couvrant facultativement les risques de retraite aux trois formes suivantes : entreprises régies par le Code des assurances, institutions L941-1 de la Sécurité sociale et mutuelles relevant du Code de la mutualité. Les différences portent sur les normes juridiques applicables (commissions de contrôle différentes, règles de placement différentes, gestion paritaire pour les institutions L941-1 notamment).

Un employeur qui désire mettre en place un régime supplémentaire de retraite choisira donc entre trois solutions. La première est de verser lui-même les prestations. En fait, cette solution sera rarement choisie par l'employeur car elle est défavorable d'un point de vue fiscal et refusée par les salariés devant les risques de faillite de l'entreprise. Elle existe cependant.

La deuxième solution est la souscription d'un contrat de groupe auprès d'une compagnie d'assurance, le recours à une mutuelle ou l'adhésion à une institution L941-1 interprofessionnelle qui propose des régimes supplémentaires. C'est ce dernier mécanisme qui a été choisi par les assureurs lorsqu'ils ont transformé le régime professionnel par répartition géré par la CREPPSA, ancienne institution du Code de la Sécurité sociale, en régime par capitalisation (cf. fiche 7).

La dernière solution consiste à créer une institution spécifique de retraite supplémentaire. Cette création est soumise à autorisation car elle doit prendre l'une des trois formes précitées, à savoir l'entreprise d'assurance, la mutuelle ou l'institution L941-1<sup>(\*)</sup>. Les critères d'acceptation de l'autorité de tutelle sont différents dans chacun de ces trois cas. Précisons que pour la plus naturelle d'entre elles, l'institution L941-1 (il ne semble pas qu'il existe des mutuelles ou des entreprises d'assurance dont l'objet soit d'abriter un fonds de pension d'entreprise), les critères portaient sur le nombre de cotisants et sur le caractère de véritable assureur de l'institution.

---

(\*) C'est la voie choisie en avril 1993 par la fédération CRI, qui regroupe des institutions paritaires de retraite complémentaire, en créant un fonds de pension baptisé IREX.

### *3. Typologie des régimes supplémentaires de retraite*

La typologie utilisée par l'Ordre des Experts comptables et la Compagnie des Commissaires aux comptes distingue les régimes à prestations définies et les régimes à cotisations définies. La distinction porte sur la nature des droits. Dans les régimes à cotisations définies, l'employeur s'engage à verser à un fonds les cotisations salariales patronales prévues conventionnellement pour le compte de chaque salarié affilié. Le salarié acquiert, dès le versement de sa cotisation, un droit sur le montant du capital accumulé et les revenus capitalisés. Le risque sur la rentabilité des placements incombe entièrement au salarié.

Dans les régimes à prestations définies, l'employeur s'engage à verser un certain montant pour la retraite, calculé le plus souvent selon le salaire d'activité et la durée de carrière. Le financement est exclusivement patronal et se traduit généralement par une dotation annuelle et globale. Celle-ci est déterminée après évaluation actuarielle des engagements par l'organisme assureur, en fonction d'un certain nombre de paramètres.

Une autre distinction sépare les régimes additifs et les régimes différentiels (« régime chapeau »). Les régimes à cotisations définies viennent s'ajouter au régime de base et aux régimes complémentaires : ils seront toujours additifs. Les régimes à prestations définies peuvent soit être additifs (ils garantissent alors généralement un pourcentage du salaire de fin de carrière lors du départ à la retraite, indépendamment des pensions que le salarié peut recevoir par ailleurs), soit différentiels (ils comblent alors la différence entre un niveau de retraite exprimé généralement en pourcentage du salaire de fin de carrière et les pensions de base et complémentaires).

Il faut distinguer les régimes à droits certains et les régimes à droits aléatoires. Un régime est à droits aléatoires lorsque des conditions (d'ancienneté ou de présence dans l'entreprise à l'âge de la retraite par exemple) sont exigées pour voir ces droits validés. C'est généralement le cas des régimes à prestations définies : le salarié n'y touche rien s'il a quitté l'entreprise avant l'âge de la retraite. Dans les régimes à cotisations définies, au contraire, les droits acquis sont portables : une créance en points est acquise sur le fonds dès que la cotisation est versée et rien ne peut remettre ce droit en cause (même si la valeur du point, elle, est aléatoire).

## 4. La réglementation comptable

L'article 9 alinéa 3 du Code du commerce (art. 35 loi n° 85-695 du 11 juillet 1985) dispose : « Le montant des engagements de l'entreprise en matière de pension, de complément de retraite, d'indemnités et d'allocations en raison du départ en retraite ou avantages similaires des membres ou associés de son personnel et de ses mandataires sociaux est indiqué dans l'annexe. Par ailleurs, les entreprises pourront décider d'inscrire au bilan, sous forme de provision, le montant correspondant à tout ou partie de ces engagements ». Il s'agit d'un progrès par rapport à l'article 87 de la loi de finances du 29 décembre 1984 qui interdisait (en contradiction avec la IV<sup>e</sup> directive européenne du 25 juillet 1978), tout provisionnement, mais qui est généralement jugé insuffisant par les différents professionnels concernés<sup>(\*)</sup>. Les sociétés cotées qui gèrent en interne un régime à prestations définies ont seules l'obligation de provisionner le montant total des engagements envers leurs retraités (bulletin de la COB, n° 189, février 1986).

Le problème ne se pose pas pour les entreprises qui gèrent un régime à cotisations définies, car celles-ci n'ont qu'à verser le montant de leurs cotisations. En revanche, celles qui gèrent directement un régime à prestations définies devraient toutes provisionner les engagements correspondant aux retraites. C'est à cette conclusion qu'arrive d'ailleurs la mission d'enquête de l'IGAS, qui a rendu son rapport sur les institutions de retraite supplémentaire en septembre 1993 et estime que la contrepartie du caractère limité et facultatif d'un régime devrait être le provisionnement des engagements contractés. Ajoutons que la loi reste muette quant aux modalités de calcul actuariel des engagements, qui, lui, est obligatoire et doit être porté en annexe.

Pour les régimes à prestations définies gérés par un organisme qui lui est extérieur, l'entreprise doit calculer le montant de son engagement, dont elle déduira la valeur vénale du fonds constitué chez l'assureur, la mutuelle ou l'institution paritaire.

Les institutions L941-1 doivent quant à elles provisionner ou faire garantir leurs engagements nés depuis le 11 août 1994 suite à la loi n° 94-678 du 8 août 1994 déjà citée (cf. article L941-2 du Code de la Sécurité sociale). L'obligation de provisionnement peut être satisfaite par la souscription d'un contrat auprès d'un organisme assureur (institution de prévoyance, mutuelle ou société d'assurance) ou par inscription de provisions (non déductibles) au passif du bilan de l'entreprise dès lors que celle-ci s'assure contre le risque de sa propre insolvabilité. Un établissement de crédit peut également se porter caution.

---

(\*) Commission des Opérations de Bourse, commission juridique du Conseil national de la Comptabilité, Ordre des Experts comptables agréés, norme 19 de juin 1982 de l'International Accounting Standards Committee, norme 87 de la FAS (norme américaine) de décembre 1985.



## 5. Les fonds de pension gérés par des compagnies d'assurance : la PRÉFON

La PRÉFON a été créée en 1968. Il s'agit du premier quasi-fonds de pension français selon les conventions anglo-saxonnes : il n'y a pas d'abondement de l'employeur et le transfert des droits dans un autre fonds n'est pas possible. Elle est née de la demande de toutes les fédérations de fonctionnaires d'obtenir de l'État la création d'un régime obligatoire, qui viendrait compenser l'absence de cotisation sur les primes ou indemnités (le traitement proprement dit peut ne représenter que 60 % du salaire), ainsi que l'absence de régime complémentaire. La création par la CFTC, la CGC, la CFDT, FO et un groupement de liaison de hauts fonctionnaires de l'association loi 1901 PRÉFON, en 1964, a été le prélude à la signature avec la CNP de la convention organisant le régime. Le régime est soumis à la réglementation des opérations de prévoyance collective et d'assurance.

L'affiliation est ouverte à tous les agents de l'État, des collectivités locales et des établissements publics, qu'ils soient fonctionnaires ou agents non titulaires. Les anciens agents peuvent adhérer, de même que les conjoints d'agents affiliés. Le régime est facultatif et fonctionne en capitalisation mais il bénéficie des mêmes avantages fiscaux que les régimes obligatoires : toutes les cotisations versées sont déductibles des revenus imposables sans limitation, y compris les cotisations de rachat (article 83-1 bis CGI). L'adhérent peut aller jusqu'à racheter toutes ses cotisations, jusqu'à son seizième anniversaire, en déduction d'impôt. La réversion au profit du conjoint est facultative et payante. La sortie s'effectue en rente à l'âge de 60 ans, avec une possibilité de sortir entre 55 et 70 ans.

Le rendement du régime en 1993 était de 8 % à 60 ans. Les points acquis sont revalorisés annuellement (sur les dix dernières années, la revalorisation des retraites a été de 108 % pendant que l'inflation s'élevait à 49 %). Les actifs financiers sont gérés par un consortium comprenant la CNP, l'UAP, le GAN et les AGF. Les dix milliards de francs de réserve technique se répartissaient en 1993 en obligations (79 %), SICAV de trésorerie et TCN (11 %), actions (9 %), immeubles et divers (1 %). La revalorisation des retraites est lissée de façon à éviter les à-coups.

Malgré ces avantages très importants, la PRÉFON n'a pas eu le succès escompté puisque seulement 3 % environ de la population concernée (150 000 affiliés dont 35 000 retraités) y participent. Notons que deux autres régimes fonctionnant en semi-capitalisation existent également dans la fonction publique : le CEGOS, qui concerne le personnel hospitalier et le CREF, émanation de la MRIFEN, ouvert aux affiliés d'une mutuelle de la fonction publique.

## 6. Les fonds de pension des non salariés

Les articles 24 et 41 de la loi du 11 février 1994 sur l'entreprise individuelle, dite « loi Madelin », permettent à 1,7 million de travailleurs non salariés non agricoles et à leurs conjoints de se constituer un complément de retraite en franchise d'impôt sur le revenu. Il s'agit précisément des artisans, commerçants et gérants de sociétés de personnes soumis à l'impôt sur les BIC, les professions libérales soumises à l'impôt sur les BNC, les gérants majoritaires de SARL et associés de certaines sociétés, les conjoints collaborateurs non rémunérés des professions non salariées. Les cotisations aux régimes obligatoires, de base ou complémentaires étaient déductibles intégralement, de même que, de manière dérogatoire, les cotisations au régime facultatif de l'ORGANIC. L'article 154 bis nouveau du Code général des Impôts transpose exactement les dispositions de l'article 83-2 du Code général des Impôts, à ceci près que la condition d'une cotisation obligatoire n'est pas reprise.

Il vient ainsi rendre déductibles les cotisations à tous les régimes facultatifs d'assurance vieillesse instaurés par les caisses de Sécurité sociale ainsi que les primes versées au titre des contrats d'assurance de groupe. Ces cotisations, ajoutées aux cotisations obligatoires, sont déductibles dans la limite des 19 % de huit plafonds de Sécurité sociale avec un sous-plafond de 3 % de huit plafonds de Sécurité sociale. Il est important de noter que les cotisations, contrairement au régime des salariés, doivent être appréciées pour leur montant réellement versé, c'est-à-dire après application du taux d'appel. L'excédent de cotisations facultatives est réintégré dans le revenu imposable. L'effort d'épargne doit obligatoirement déboucher sur le versement d'une rente soumise à l'impôt sur le revenu (dans la catégorie des pensions et retraites).

Pour bénéficier des dispositions de la loi Madelin, il faut être à jour des cotisations dues au titre des régimes obligatoires d'assurance maladie et d'assurance vieillesse. Pour déduire les primes versées au titre des contrats de groupe, les travailleurs non salariés doivent adhérer à des groupements (associations loi 1901, au moins 1 000 membres) qui peuvent seuls souscrire une assurance facultative auprès d'un assureur ou d'une mutuelle. Cent mille indépendants ont d'ores et déjà commencé à souscrire.

Les régimes facultatifs d'assurance vieillesse dont les cotisations ouvrent droit à déduction peuvent fonctionner selon un système de répartition ou de capitalisation. La loi Madelin conduit donc à développer des fonds de pension, sur le modèle d'ARIA, le régime facultatif des artisans, géré en capitalisation. Toutefois, les régimes facultatifs fonctionnant en répartition (chez les commerçants, les auxiliaires médicaux et les vétérinaires) risquent de voir leurs difficultés aggravées.

## *7. Le premier fonds de pension de branche : CREPPSA*

La CREPPSA est une ancienne institution du Code de la Sécurité sociale qui gérât un régime professionnel de branche par répartition pour les 96 000 salariés et les 44 000 retraités du personnel des assurances et des mutuelles. La dégradation des conditions démographiques de gestion du régime, ainsi que l'obligation faite par la loi du 8 août 1994 de provisionner ou faire provisionner les engagements a obligé les partenaires à réformer le système des retraites. L'accord du 2 février 1995 ferme le régime, transfère une partie de la charge de ce régime par répartition à l'ARRCO et provisionne le résidu dans les comptes des assureurs. Les parties stipulent également qu'un fonds de pension, financé dans un premier temps par une cotisation patronale de 1 % de la masse salariale, doit être créé selon des modalités qui restent à définir (notamment pour fixer la participation des salariés). Le régime, qui sera géré par un groupe d'assureurs, est à cotisations définies et sortie en rente.

On peut également signaler la fermeture du régime chapeau par répartition d'Elf Aquitaine et Elf Antar France et son remplacement par un fonds de pension à cotisations définies au 1<sup>er</sup> janvier 1995. Les taux de cotisation seront de 1,5 % (1 % pour l'employeur et de 0,5 % pour le salarié) sur la tranche A du salaire et entre 1,125 % et 6 % au-delà du plafond de Sécurité sociale, pour les 12 000 salariés du groupe.

## 8. La réglementation

Dénomination	Adhésion	Exonérations sociales
Régime supplémentaire de retraite à prestations définies	Obligatoire pour les catégories de personnel visées dans la convention. Cotisations patronales uniquement.	<i>Cotisations patronales (art. L242 du CSS)</i> Les cotisations de l'entreprise sont exonérées de tout prélèvement social dans la limite d'un plafond. Le montant total des cotisations patronales aux régimes complémentaires (AGIRC, ARRCO, prévoyance complémentaire et retraite supplémentaire) doit être inférieur à 85 % du plafond de la Sécurité sociale. <i>Pensions versées</i> Elles sont soumises à la CSG et à la CRDS.
Régime supplémentaire de retraite à cotisations définies	Obligatoire pour les catégories de personnel visées dans la convention. Cotisations patronales et salariales définies .	<i>Cotisations patronales (art. L242 du CSS)</i> Les cotisations de l'entreprise sont exonérées de tout prélèvement social dans la limite d'un plafond. Le montant total des cotisations patronales aux régimes complémentaires (AGIRC, ARRCO, prévoyance complémentaire et retraite supplémentaire) doit être inférieur à 85 % du plafond de la Sécurité sociale. <i>Pensions versées</i> Elles sont soumises à la CSG et à la CRDS.
Plan d'épargne d'entreprise  Défini dans l'article L243 du Code du Travail	Système d'épargne collectif à adhésion facultative. Les règles d'abondement sont les mêmes pour tous les salariés. <i>Durée d'indisponibilité</i> La durée minimale d'indisponibilité est de 5 ans.	<i>Abondements de l'entreprise</i> Les abondements de l'entreprise sont soumis seulement à la CSG et à la CRDS. L'abondement ne peut être supérieur à 15 000 francs (ou 22 500 francs si le PEE est investi pour partie en actions de l'entreprise ou du groupe) et au triple des versements du salarié. <i>Versements des salariés</i> Les primes de participation et les primes d'intéressements ne sont soumises qu'à la CSG et à la CRDS. Elles ne sont pas comprises dans le salaire brut dans la limite de la moitié du plafond de la Sécurité sociale. <i>Exonération des revenus</i> Les revenus et les plus-values réinvestis sont soumis à la CSG et au CRDS.

## fiscale et sociale

Exonérations fiscales	Gestion
<p><i>Cotisations patronales</i> Elles ne sont pas imposables.</p> <p><i>Pensions versées</i> Elles sont intégrées au revenu fiscal du retraité après abattements.</p>	<p>Les régimes supplémentaires de retraite à prestations définies peuvent être gérés par une personne morale différente de l'entreprise (société d'assurance, mutuelle, institut de prévoyance, etc.). Ils peuvent être aussi gérés par l'entreprise.</p>
<p><i>Cotisations (art. 83 du CGI)</i> L'exonération est totale si l'ensemble des cotisations patronales et salariales versées au titre de la prévoyance et des retraites (obligatoires ou supplémentaires) ne doit pas dépasser 19 % de huit fois le plafond de la Sécurité sociale.</p> <p><i>Pensions versées</i> Elles sont intégrées après abattements au revenu fiscal du retraité.</p>	<p>Les régimes supplémentaires de retraite à cotisations définies doivent être gérés par une personne morale différente de l'entreprise (société d'assurance, mutuelle, institut de prévoyance, etc.).</p>
<p><i>Plafond fiscal de l'abondement</i> L'abondement des entreprises est exonéré d'impôts sur le revenu dans la limite de 10 000 francs (ou 15 000 francs si le PEE est investi pour partie en actions de l'entreprise ou du groupe).</p> <p><i>Versements des salariés</i> Les primes de participation et les primes d'intéressements versées sur un PEE sont exonérées d'impôts. Les autres versements du salarié ne le sont pas et doivent être inférieurs à 25 % de son salaire brut.</p> <p><i>Exonération des revenus</i> Les revenus et les plus-values réinvestis sont exonérés d'impôt sur le revenu.</p>	<p>Les plans d'épargne d'entreprise ont pour objectif de favoriser l'épargne salariale. Ils permettent cependant de gérer de l'épargne en vue de la retraite. Leur création est consécutive soit à une décision unilatérale de l'employeur soit à une décision collective (convention collective, accord collectif, accord du comité d'entreprise, référendum). Ils peuvent être investis en parts de FCPE, en action de SICAV ou en titres émis par l'entreprise ou une entreprise qui lui est liée.</p>

## 9. Analyse du caractère incitatif des régimes de retraite supplémentaires

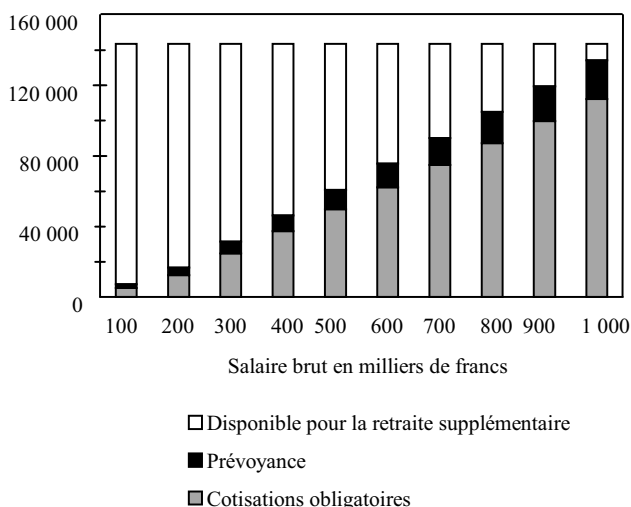
*Les plafonds actuels autorisent le développement des produits d'épargne retraite sauf pour le salarié à très hauts revenus*

Le développement des produits d'épargne retraite semble possible dans le cadre actuel de la législation. Les limites supérieures de l'exonération sont très élevées et ne devraient pas poser de difficultés en général.

Les entreprises et les salariés sont totalement exonérés de prélèvements pour des contributions atteignant plus de 10 % des salaires bruts inférieurs à 600 000 francs par an et encore 5,5 % pour des salaires de 800 000 francs.

Au-delà, les contraintes deviennent plus fortes. Pour un salaire brut annuel de 900 000 francs, le taux de contribution de l'entreprise et du salarié ne pourra pas dépasser 2,5 % du salaire. Pour des salaires au-dessus de 1 million de francs, les montants exonérés sont nuls (sauf s'il n'y a pas de cotisations à un régime de prévoyance).

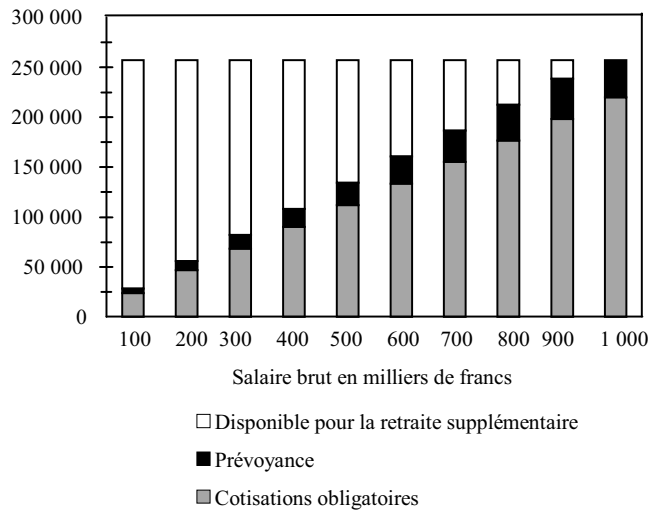
### 1. Plafond social des cotisations patronales(\*)



Note : (\*) Hypothèse : cadre, cotisation prévoyance de l'entreprise de 2,2 %.

Source : Direction de la Prévision.

2. Plafond fiscal des cotisations(\*)



Note : (\*) Hypothèse : cadre, cotisation prévoyance globale de 4,5 %.  
Source : Direction de la Prévision.

1. Montant maximum de la contribution patronale exonérée de charges sociales(\*)  
(Article D 242 du Code de la Sécurité sociale)

	Salaire annuel brut en francs					
	500 000	600 000	700 000	800 000	900 000	1 000 000
Exonération complète						
• en francs	82 900	68 200	53 500	38 800	24 100	9 400
• en %	16,6	11,4	7,6	4,8	2,7	0,9

Note : (\*) Hypothèse : cadre, cotisation prévoyance globale de 2,2 %.

2. Montant maximum des contributions patronales et salariales exonérées d'impôt(\*)  
(Article 83 du Code de général des Impôts)

	Salaire annuel brut en francs					
	500 000	600 000	700 000	800 000	900 000	1 000 000
Exonération complète						
• en francs	122 700	96 600	70 600	44 400	18 300	0
• en %	24,5	16,1	10,1	5,5	2,0	0

Note : (\*) Hypothèse : cadre, cotisation prévoyance globale de 4,5 %.  
Source : Direction de la Prévision.

### *La portabilité de l'épargne-retraite reste limitée aux fonds à cotisations définies*

La portabilité de l'épargne d'un salarié lors d'un changement d'entreprise est un déterminant important de son intérêt pour les différents dispositifs.

La portabilité des régimes de retraite supplémentaires à prestations définies est pratiquement nulle. En effet, les droits ne sont pas conservés lors d'un changement d'entreprise.

La portabilité des régimes de retraite à cotisations définies est assurée. Les droits sont acquis au salarié qui reste une période minimale dans l'entreprise (généralement 6 mois à un an). Le salarié a le droit de transférer ses droits. Cependant, étant donné que peu d'entreprises ont mis en place un régime de retraite à cotisations définies, en cas de changement d'entreprise, le salarié risque de ne pas pouvoir continuer à constituer sa retraite. Cette difficulté rend moins attractive les dispositifs de retraite supplémentaire.

L'insuffisance de la portabilité des régimes paraît un obstacle à leur développement. En l'absence d'une plus large couverture des entreprises, l'intérêt de ces régimes est surtout limité aux salariés espérant avoir des carrières longues au sein d'une même entreprise.

### *Le caractère uniforme des cotisations pourrait être un obstacle majeur*

Il est cependant permis de s'étonner du faible développement des régimes de retraite supplémentaires. En fait, un obstacle majeur pourrait être le caractère uniforme de l'adhésion et des cotisations.

Le caractère uniforme de l'adhésion cherche à répondre à un souci d'équité.

Cependant, il limite l'intérêt du dispositif pour l'ensemble des salariés. En effet, la propension des salariés à épargner pour leur retraite dépend de leur âge, du niveau de leur salaire, et de leur carrière passée et anticipée :

- les jeunes salariés ont moins d'utilité à préparer leur retraite que leurs aînés. Leur salaire est en général inférieur au salaire moyen qu'ils peuvent espérer au cours de leur vie. La théorie du cycle de vie prévoit plutôt qu'ils adoptent un comportement d'emprunteur que d'épargnant ;
- le taux de remplacement des pensions des régimes obligatoires est plus faible pour les salariés à salaires élevés. Leur propension à épargner est donc plus élevée ;



- la carrière passée et la carrière future ont un impact sur la retraite obligatoire espérée et sur le salaire moyen anticipé sur la période d'activité du salarié. Elles ont donc des effets sur la propension à épargner des salariés.

Dans ce cadre, le développement des régimes supplémentaires pourrait être limité par les conflits d'intérêt des différents salariés. Une augmentation salariale classique serait plus à même alors de les résoudre que la création d'un régime de retraite supplémentaire qui dans bien des cas ne constitue pas un besoin fortement ressenti par les salariés. Une meilleure adaptation des régimes à la diversité des besoins des salariés est sans doute nécessaire.

## 10. L'épargne salariale

Par delà des régimes supplémentaires de retraites, les salariés peuvent constituer individuellement une épargne en vue de leur retraite, au travers d'un certain nombre de produits (parts d'OPCVM, PEA, etc.). Certains d'entre eux ouvrent droit à des exonérations fiscales. Parmi ces produits, il faut distinguer les produits d'épargne salariale auxquels sont attachées plusieurs exonérations et qui permettent à l'entreprise de soutenir les efforts d'épargne de ses salariés<sup>(\*)</sup>.

### *Le Plan d'épargne d'entreprise (PEE)*

Les produits d'épargne salariale les plus courants sont la participation et le plan d'épargne d'entreprise. Les primes de participation (cf. encadré 1), bloquées durant cinq ans, ne peuvent cependant pas être utilisées comme un produit d'épargne-retraite. En effet, à la fin de la période de blocage, elles sont versées aux salariés. Le plan d'épargne d'entreprise permet, par contre, une gestion souple de l'épargne.

Le Plan d'épargne d'entreprise est un dispositif d'épargne collective permettant aux salariés de se constituer, avec l'aide de leur entreprise, un portefeuille de valeurs mobilières. L'établissement d'un PEE est facultatif et résulte d'un accord entre le personnel et le chef d'entreprise ou de la volonté unilatérale de ce dernier. La participation des salariés est libre en général, à l'exception des accords de participation qui peuvent stipuler le versement obligatoire du montant de la participation sur le PEE.

Le salarié peut verser chaque année ses primes de participation si cela est prévu dans l'accord de participation de l'entreprise, ainsi que, s'il le souhaite, ses éventuelles primes d'intéressement (cf. encadré 2) et des contributions complémentaires dans la limite du quart de sa rémunération brute. L'entreprise doit y verser une contribution généralement proportionnelle aux versements volontaires du salarié (primes d'intéressement et contributions supplémentaires). Cet abondement ne peut ni dépasser trois fois la contribution du salarié (hors prime de participation), ni être supérieur à 15 000 francs. Ce plafond peut être relevé à 22 500 francs si une partie des fonds sert à acquérir des actions ou des certificats d'investissement de l'entreprise ou d'une entreprise du groupe. Un montant minimum est prévu dans l'accord définissant le PEE. Les règles définissant l'abondement doivent être les mêmes pour tous les salariés.

---

(\*) Les indemnités de fin de carrière ne sont pas décrites dans cette fiche. Elles ne peuvent en effet pas être considérées réellement comme un produit d'épargne.

## 1. La participation

L'objectif de la quantification est de fournir un complément de rémunération défiscalisé suivant la performance de l'entreprise et le niveau de rémunération du salarié. La participation est mise en place dans une entreprise à la suite d'une convention, d'un accord collectif de travail ou, sous certaines conditions, après ratification par les deux tiers du personnel d'un projet de contrat proposé par le chef d'entreprise. Depuis l'ordonnance du 21 octobre 1986 cet accord n'est plus soumis à homologation et doit faire l'objet d'un dépôt à la Direction Départementale du Travail.

La réserve spéciale de participation minimale est calculée suivant la formule<sup>(\*)</sup> :

$$\frac{1}{2}(B - 5 \% C) \times (S / VA)$$

Y est donc affectée la moitié du bénéfice fiscal excédant la rémunération « normale » des capitaux propres (5 %) multipliée par la proportion des salaires dans la valeur ajoutée. La réserve est répartie entre les salariés comptant un minimum d'ancienneté, proportionnellement à leur salaire (plafonné à quatre plafonds de Sécurité sociale), mais sous un plafond de 50 % de celui de la Sécurité sociale. Les sommes ainsi attribuées sont indisponibles pendant cinq ans (trois ans si l'accord le prévoit) sauf cas de déblocage limitativement énumérés.

Cette épargne peut être soit placée dans l'entreprise, soit confiée pour sa gestion à un établissement extérieur. Si les fonds sont placés dans l'entreprise, le salarié peut devenir actionnaire de son entreprise au travers d'un fonds commun de placement ou prêter cette somme à son entreprise soit par le biais d'une gestion en compte courant bloqué rémunéré soit par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement investi en obligations privées. Le placement peut aussi être effectué auprès d'un organisme extérieur. Qu'elle soit ou non versée dans un Plan d'épargne d'entreprise (cf. infra), elle est alors gérée dans un fonds commun de placement. Des sociétés spécialisées, agréées par le ministère de l'Économie, proposent cette formule qui consiste en un placement en valeurs mobilières françaises et/ou étrangères (actions, obligations, SICAV...). Les salariés ont alors sur le capital du fonds constitué un droit de copropriété et contrôlent sa gestion par l'intermédiaire d'un conseil de surveillance paritaire constitué de représentants de l'entreprise et de représentants des salariés.

La participation est déductible de l'assiette de l'impôt sur les sociétés et exonérée de taxe sur les salaires. Elle est également exonérée des charges sociales. Elle est cependant soumise à la CSG et à la CRDS après abattement de 5 %. Les sommes investies pendant au moins trois ans sont exonérées à 50 % au titre de l'impôt sur le revenu (sauf si elles sont affectées à un PEE) et à 100 % si la durée de blocage est d'au moins cinq ans. Les revenus des sommes placées sont exonérés si elles sont perçues postérieurement à la période d'indisponibilité.

(\*) B : bénéfice net de l'exercice ; C : capitaux propres de l'entreprise ; S : salaires bruts ; VA : valeur ajoutée.

## 2. L'intéressement

Les accords sont passés dans les mêmes conditions qu'en matière de participation. Les modalités de calcul et de répartition de l'intéressement peuvent varier selon les unités de travail concernées ou dans certains cas, selon les catégories de salariés. L'accord doit instituer un intéressement collectif des salariés présentant un caractère aléatoire et résultant d'une formule de calcul liée aux résultats et aux performances de l'entreprise, être conclu pour trois ans et déposé à la Direction Départementale du Travail. Le montant global des primes distribuées ne peut dépasser 20 % de la masse salariale totale (loi n° 94-640 du 25 juillet 1994). Les critères de répartition des primes peuvent être le salaire, la durée de présence, l'unité de travail, l'ancienneté, la qualification mais un salarié ne peut recevoir une prime supérieure à 50 % du plafond de Sécurité sociale.

Ces sommes n'ont pas le caractère de rémunération au sens de l'article L242-1 du Code de la Sécurité sociale et ne peuvent se substituer à aucun des éléments de rémunération en vigueur dans l'entreprise. Elles sont exonérées des charges sociales, de taxe sur les salaires et déductibles de l'impôt sur les sociétés. Au niveau des bénéficiaires, ces sommes ne sont pas frappées d'indisponibilité. Elles sont soumises à l'impôt sur le revenu, dans la catégorie des traitements et salaires et supportent la CSG et la CRDS après abattement de 5 %. Toutefois, les sommes affectées à un PEE sont exonérées d'impôt sur le revenu dans la limite de 50 % du plafond de Sécurité sociale.

Les fonds versés peuvent être affectés à l'achat de titres émis par l'entreprise ou une entreprise liée, d'actions de SICAV ou de parts de fonds commun de placement d'entreprise.

Les versements sur le PEE sont indisponibles pendant cinq ans et donne droit en contrepartie à des avantages fiscaux. L'abondement des entreprises est exonéré de prélèvement sauf de la CSG et de la CRDS dans la limite de 10 000 francs (15 000 si le PEE est investi pour partie en action de l'entreprise ou du groupe). Les revenus s'ils sont réinvestis dans le cadre du PEE et les plus-values sont aussi exonérés sauf de la CSG et à la CRDS.

Les versements des salariés sont en général soumis aux règles habituelles de la fiscalité sur les revenus. Cependant, si les primes d'intéressement sont versées dans un PEE, elles sont exonérées de l'impôt sur le revenu.

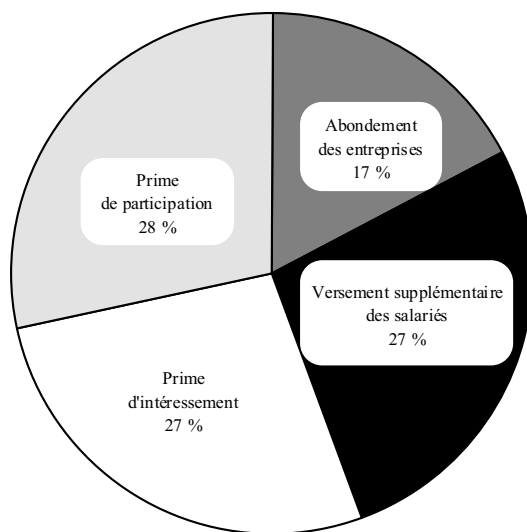
Les primes de participation, provenant de la réserve spéciale de participation, peuvent être versées sur un PEE. Comme ces primes doivent

être bloquées pendant cinq ans, leur versement n'entraîne aucune obligation supplémentaire pour le salarié. En contrepartie, il ne lui apporte aucun droit supplémentaire sinon l'exonération des prélèvements fiscaux et sociaux. En particulier, les règles de calcul de l'abondement de l'entreprise ne doivent pas les prendre en compte.

### *Le développement de l'épargne salariale*

En 1995, selon le ministre de l'Emploi et de la Solidarité, 1,1 million de salariés ont abondé, avec l'aide de leur entreprise, à hauteur de 10,5 milliards de francs sur les plans d'épargne d'entreprise, soit 1 milliard de plus qu'en 1994. Le versement moyen par épargnant (versements de participation ou versements volontaires ainsi qu'abondement de l'entreprise) était de 9 750 francs. Ces versements représentaient 2,8 % de la masse salariale des entreprises ayant épargnées.

#### **Provenance des sommes versées sur les PEE en 1995**



Source : DARES.

Plus d'un quart des versements au PEE ne sont pas exonérés de prélèvements. Un autre quart est constitué d'une épargne obligatoire (la réserve de participation doit être bloquée cinq ans). L'abondement des entreprises atteint en moyenne 1 750 francs ou un tiers des sommes versées volontairement par les salariés (primes d'intéressement et versements supplémentaires).

Le potentiel de développement des PEE est encore considérable. 5,3 millions de salariés, sur les 14,6 millions du secteur privé, étaient couverts par un accord de participation ou d'intéressement fin 1995. 4,1 millions d'entre eux ont reçu 28,3 milliards de francs globalement en 1996, au titre de 1995.

### *Les raisons du succès du PEE et ses limites*

Le succès du PEE est lié à la souplesse de son fonctionnement et aux avantages fiscaux qui y sont attachés.

Les salariés sont libres d'y adhérer et peuvent gérer directement leur épargne, s'ils le désirent. La disponibilité du capital au bout de cinq ans est une assurance en cas de besoin, suite par exemple à des difficultés d'emploi.

Les plafonds, limitant les exonérations liées à l'intéressement et participation sont élevés :

- la prime d'intéressement, si elle est versée sur un PEE, est exonérée d'impôt sur le revenu dans la limite de 20 % du salaire brut et de la moitié du plafond annuel de la Sécurité sociale, soit 84 540 francs ou 9,3 % d'un salaire annuel de 900 000 francs ;
- la prime de participation est plafonnée à la moitié du plafond annuel de la Sécurité sociale.

L'abondement de l'entreprise est par contre assez encadré. Le plafond de 15 000 francs représente 3 % d'un salaire annuel de 500 000, et seulement 1,7 % d'un salaire de 900 000 francs.

La portabilité du PEE est limitée, ce qui peut réduire son intérêt pour la constitution d'une épargne en vue de la retraite. Un salarié, s'il quitte une entreprise, peut soit retirer les sommes versées sur le PEE et leur revenu, soit rester adhérent du PEE.

En cas de sortie du dispositif, il ne pourra réinvestir dans un autre PEE que dans la limite de 25 % de son salaire brut par an, ce qui pourra être faible en cas de constitution d'un capital en prévision de la retraite.

S'il reste adhérent au PEE, il ne pourra plus qu'y apporter des versements volontaires non exonérés. Son ancienne entreprise n'apportera plus aucun abondement. La multiplication d'adhésion à des PEE différents aura un coût non négligeable, puisqu'il devra payer les frais de gestion pour l'ensemble de ces PEE.

## *Annexe E*

# **Fonds d'épargne retraite et intérêt social des entreprises françaises**

**Dominique Bureau**

*Conseil d'Analyse Économique*

**Françoise Maurel**

*INSEE*

**Nadine Mouy**

*Direction de la Prévision*

Les débats sur l'opportunité de favoriser l'épargne-retraite en France mêlent inévitablement de multiples enjeux. Le premier concerne le financement des retraites : quelle place accorder à la capitalisation dans notre système de retraite ? En découlent des questions sur le rôle potentiellement accru de certains acteurs financiers, notamment les assureurs. La seconde ligne de réflexion concerne le financement des entreprises françaises et sa structure. L'épargne-retraite pourrait en effet jouer un rôle important, en apportant le capital nécessaire à leur développement, mais aussi éventuellement au dénouement des participations croisées. À cet égard, des fonds de pension français sont envisagés parfois comme une alternative aux fonds de pension anglo-saxons, qui constituent le vecteur par lequel s'accroît le poids des non résidents dans la capitalisation des entreprises françaises.

Cette participation de plus en plus importante des fonds anglo-saxons au capital des entreprises françaises suscite de nombreuses interrogations quant à ses conséquences sur le contrôle de ces entreprises et sur la maîtrise des objectifs qu'elles poursuivent. Les syndicats craignent par exemple que leurs exigences en matière de rendement pèsent sur les négociations salariales et poussent aux réductions d'effectifs.

Les fonds de pension ont joué, il est vrai, un rôle déterminant au cours des dernières années dans le domaine du gouvernement des entreprises. Leurs exigences en tant qu'investisseurs ont incontestablement précipité la réflexion française sur la protection des droits des actionnaires et des créan-

ciers, et sur l'effectivité du droit ou des obligations comptables. Ils incitent à la mise en place d'un modèle de gestion plus transparent, plus soucieux de l'intérêt des actionnaires, inspiré de celui qui prévaut dans le monde anglo-saxon. Le contexte français, caractérisé par l'influence des gros actionnaires sur la définition des stratégies des entreprises et leur apport en termes de stabilité, apparaît cependant très différent. Il est donc légitime de s'interroger sur les effets de l'action des fonds de pension dans le contexte français, et d'essayer d'appréhender ce que pourrait être l'impact spécifique de fonds de pension nationaux dans l'évolution des relations entre actionnaires et dirigeants d'entreprise.

On se concentre ici sur un aspect de cette question, qui est leur effet possible sur les comportements et objectifs poursuivis par les entreprises (indépendamment donc de l'aspect quantitatif en termes de montants d'épargne ou de fonds propres susceptibles d'être alors mobilisés). Après avoir précisé quel a été aux États-Unis le comportement des fonds de pension en matière de contrôle des entreprises, et rappelé les contraintes qui poussent à l'évolution du modèle français de gouvernement d'entreprise, on examine quel pourrait être, dans le contexte français, l'apport d'une amplification du rôle de l'épargne-retraite aux conditions d'exercice du contrôle des entreprises françaises, et la place d'une éventuelle spécificité française dans ce domaine.

## **Le rôle des fonds de pension dans le gouvernement des entreprises aux États-Unis**

Par le montant des actifs gérés, 4 700 milliards de dollars en 1994, soit 8 % des actifs financiers américains, les fonds de pension constituent un acteur central du capitalisme américain (tableau 1). Leur puissance financière, la diversification des risques qu'elle permet, ainsi que leurs marges de manœuvre en termes de durée des investissements, leur a permis de jouer un rôle important, non seulement dans le financement des entreprises, mais aussi dans l'évolution du gouvernement des entreprises aux États-Unis. De multiples rapports ont récemment été établis sur le sujet dont on ne retient ici que les grandes lignes, en s'appuyant principalement sur la synthèse établie par l'OCDE en 1996, à l'occasion de son étude annuelle sur les États-Unis.

La part des actions dans le portefeuille des fonds de pension a progressé tout au long des années quatre-vingt et atteignait plus d'un tiers en 1994. La même année, 26 % des actions américaines étaient détenues par les fonds de pension<sup>(1)</sup>. Le rôle des fonds de pension s'est révélé essentiel dans le dynamisme de l'investissement en nouvelles technologies, pour

(1) *Statistical Abstract of the United States*, 1996.



## 1. Le rôle des fonds de pension aux États-Unis

### 1a. Encours des actions par type de détenteur en 1994

	En milliards de dollars	En %
Ménages	2 913	48
Étranger	341	5,6
Compagnies d'assurance-vie	159	2,6
Autres compagnies d'assurances	105	1,7
Fonds de pension privés	1047	17,3
Fonds de pension publics	520	8,6
Fonds mutuels	738	12,2
Bank Personal Trust	156	2,6
<b>Total</b>	<b>6 049</b>	<b>100</b>

Source : *Statistical Abstract of the United States*, 1996.

### 1b. Portefeuille des fonds de pension, par type de fonds en 1994

	En milliards de dollars	En % du total général
<i>Fonds privés</i>	<i>3 480</i>	<i>74</i>
Assurés	1 123	24
Non assurés	2 356	50
Titres court terme	162	3,4
Parts de fonds mutuels	151	3,2
Actions	1 047	22,3
Autres instruments des marchés financiers	728	15,5
Obligations publiques US	378	8
Obligations privées et étrangères	295	6,3
<i>Fonds publics</i>	<i>1 223</i>	<i>26</i>
Actions	520	11
Autres instruments des marchés financiers	586	12,5
Obligations publiques US	273	5,8
Obligations privées et étrangères	258	5,5
<b>Total</b>	<b>4 702</b>	<b>100</b>

Source : *Statistical Abstract of the United States*, 1996.

lesquelles le rôle du crédit est limité par le peu d'informations dont disposent les prêteurs sur ce genre d'entreprise et par l'existence d'un couple rendement-risque élevé. Au contraire, la stabilité de leurs ressources, favorisée par l'horizon à long terme des engagements au titre des retraites, permet aux fonds de pension de profiter des rendements des marchés d'actions, risqués mais rentables dans le long terme. Les risques sont de plus limités par la diversification des portefeuilles permise par la taille des fonds. Les fonds de pension sont devenus ainsi les principaux investisseurs dans le capital des PMI innovantes. Le développement du capital-risque apparaît par ailleurs concomitant au développement de la possibilité de sortie sur le NASDAQ, mais aussi à la possibilité offerte aux fonds de pension d'investir dans des sociétés de capital-risque grâce à la modification en 1979 de l'Employment Retirement Income Security Act. Les fonds de pension apportent aujourd'hui entre 40 et 50 % des fonds levés par les sociétés de capital-investissement<sup>(2)</sup>. Ils participent de plus activement à l'animation du NASDAQ notamment lors des introductions en Bourse (IPOs) des sociétés de nouvelle technologie.

Un grand nombre d'entreprises cotées (près de 2 700 à la Bourse de New York et près de 5 500 au NASDAQ) et un actionnariat faiblement concentré (en moyenne, les cinq plus gros actionnaires ne détiennent que 25 % du capital, contre près de 50 % en France<sup>(3)</sup>) caractérisent l'assise du système de gouvernement d'entreprise aux États-Unis. Le contrôle de l'action des dirigeants de l'entreprise y est traditionnellement exercé de manière externe par le marché financier, les cours des titres étant sensés refléter les performances de l'entreprise et l'efficacité de la gestion des dirigeants, un excès d'offres de vente et la baisse du cours sanctionnant une mauvaise gestion. Dans ce système, les offres publiques jouent un rôle important. Les menaces d'OPA constituent une forme d'incitation importante pour les dirigeants, sachant que les opérations réussies entraînent généralement un changement de l'équipe dirigeante.

Les performances de ce mécanisme de contrôle sont cependant débattues. D'une part, de nombreuses mesures défensives ont été imaginées par les entreprises, visant soit à protéger les dirigeants en cas d'offre réussie, soit à renchérir le coût d'acquisition de l'entreprise, au point qu'une offre peut devenir quasiment impossible, rendant ce moyen de contrôle en partie inopérant. D'autre part, le contrôle par les marchés financiers peut aboutir à une vision trop axée sur le court terme. De nombreux analystes font ainsi valoir que les marchés sont trop instables, trop soucieux de l'évolution à court terme de la valeur des titres et soumis périodiquement à des bulles spéculatives. Le système d'information qui alimente les relations entre propriétaires et dirigeants étant incomplet, les actionnaires n'ont pas les moyens de juger de la rentabilité à long terme. Symétriquement, les diri-

(2) OCDE, *Tendances des marchés de capitaux*, février 1996.

(3) OCDE, op. cit.

geants vont à la rencontre des préoccupations des actionnaires, voire les devancent, en privilégiant les actions susceptibles d'entraîner une augmentation à court terme de la valeur des titres.

Dans ce contexte, les fonds de pension occupent une place à part. Certes, leur préoccupation essentielle reste la valorisation à un horizon temporel assez court de leur participation dans l'entreprise. Ils ont également le souci de garder une certaine liquidité à leur portefeuille pour avoir la latitude d'effectuer les arbitrages nécessaires. Mais, dans le même temps, ils sont à l'origine de l'évolution constatée aux États-Unis depuis le début des années quatre-vingt en faveur d'un contrôle interne renforcé de l'action des dirigeants de l'entreprise. Ils se donnent ainsi d'autres moyens d'agir sur l'action des dirigeants que la vente des titres, ce qui confère plus de stabilité à leur participation.

Ce souci de trouver un équilibre entre la nécessité d'un contrôle interne actif, et la sauvegarde d'une certaine liquidité de leur participation apparaît dans leur comportement d'actionnaire. En général, les fonds de pension, ou plus précisément, les fonds gérant les actifs des fonds de pension, prennent une participation minoritaire. Ils ne cherchent pas à obtenir une majorité de contrôle et évitent de siéger au Conseil d'administration afin de garder la liberté de vendre ou d'acheter les titres de l'entreprise concernée sans se trouver confrontés à des problèmes de conflits d'intérêt ou de délits d'initiés. En revanche, ils apparaissent très actifs lorsqu'il s'agit de renforcer les droits et les moyens des minoritaires afin de contrôler l'action des dirigeants et veiller à la prise en compte de leurs intérêts. Ils sont exigeants sur la qualité de l'information communiquée aux actionnaires, utilisent systématiquement leurs droits de vote en assemblée générale et sont à l'origine du développement des actions concertées de minoritaires. Dans les conflits qui les opposent aux dirigeants, les fonds américains recourent peu aux procédures judiciaires mais préfèrent utiliser les médias. Par exemple, CalPERS (CALifornia Public Employees Retirement System, l'un des plus grands fonds de pension publics qui gère lui-même ses actifs estimés à plus de 90 milliards de dollars), publie régulièrement une liste des entreprises présentant un retard par rapport à l'indice boursier SP 500.

Cette pression accrue sur les dirigeants, ainsi que l'horizon relativement court fixé pour la valorisation de leur participation, ont exposé les fonds de pension aux mêmes critiques que celles habituellement faites à l'encontre des marchés financiers. Ils ont ainsi été accusés d'avoir pour seul objectif la rentabilité à court terme de leur investissement, et de favoriser chez les dirigeants d'entreprise un comportement également « court-termiste ». Cette influence a été opposée à celle d'un actionnariat stable, qui dispose d'un horizon plus long pour rentabiliser sa participation et serait plus favorable aux investissements de long terme comme la recherche-développement. D'autres évolutions économiques majeures constatées aux États-Unis depuis le milieu des années quatre-vingt ont également été imputées à l'influence des fonds de pension en tant qu'actionnaires, comme la tendance

au recentrage sur les métiers de base et au « downsizing », l'argument étant que la réduction des coûts (notamment par le biais des suppressions d'emplois), les fusions et acquisitions, les scissions et le rachat d'actions apparaîtraient ainsi aux fonds de pension comme les signes les plus visibles de la volonté des entreprises de gérer leurs activités dans l'intérêt des actionnaires.

Leur exigence de rendement expliquerait par ailleurs la hausse du coût du capital. On constate en effet que la rentabilité du capital dans les entreprises américaines est en moyenne plus élevée que celle observée dans les autres pays de l'OCDE. En 1996, le rendement des fonds propres dans les sociétés cotées était estimé à 19,8 % aux États-Unis, contre 8,4 % en France<sup>(4)</sup>. Les comparaisons internationales de rendement des capitaux propres sont cependant peu fiables compte tenu notamment des différences de normes comptables. Le rôle joué par les fonds de pension sur l'évolution du coût du capital aux États-Unis est ainsi relativisé par l'OCDE<sup>(5)</sup> qui considère que le fait que l'actionnariat institutionnel soit plus développé, en accélérant la rotation des titres et en améliorant la liquidité, a sans doute contribué à atténuer l'instabilité du cours des actions et à resserrer l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs, ce qui aurait abaissé le coût du capital.

La place faite au contrôle interne des dirigeants rend de plus le comportement des fonds de pension en général moins spéculatif que celui d'autres types d'investisseurs. En cas de problèmes dans l'entreprise, ils pratiquent moins le « Wall Street Walk » qui consiste à vendre les actions, et essaient d'avoir une action de l'intérieur pour, par exemple, changer le management. De fait, le *turnover* de leur portefeuille se révèle moins rapide que celui d'autres investisseurs. S'il est vrai par ailleurs que la période moyenne de détention des actions américaines n'a cessé de diminuer (500 jours en moyenne aujourd'hui contre 7 ans dans les années soixante) sous la pression de l'actionnariat institutionnel, les titres ne sont pas détenus plus longtemps dans les autres pays : en Allemagne, par exemple, la durée moyenne de détention des titres des sociétés cotées, relativement peu nombreuses, est inférieure à un an. On s'aperçoit également que la sensibilité du taux de changement de PDG à la performance boursière de l'entreprise est relativement semblable aux États-Unis, au Japon et en Allemagne, alors que le rôle joué par les fonds de pension et les marchés boursiers est très différent dans ces trois pays.

Abordée par de nombreux auteurs, la question d'une éventuelle sous-évaluation des investissements qui ne sont rentables qu'à long terme, comme la R&D, n'a pas reçu de réponse claire. Les données de l'OCDE concernant les dépenses de R&D des entreprises, exprimées en proportion du PIB, montrent que les États-Unis ne sont dépassés que par la Suède. En faisant

(4) Bénéfice net sur fonds propres ; *Source* : CDC Marchés (Datastream).

(5) *Rapport Économique sur les États-Unis*, 1996.

abstraction des financements publics, ils se classent après la Suède, le Japon et l'Allemagne. L'intensité de l'effort d'investissement en nouvelles technologies constatée depuis 1993 aux États-Unis conduit également à relativiser cette critique.

Peut-on dire que la pression des fonds de pension pour un partage de la valeur ajoutée favorable aux actionnaires soit responsable de la stagnation des salaires ainsi que de l'accroissement des inégalités salariales via le rôle des stock-options dans la rémunérations des cadres dirigeants ? La réponse est délicate car ces phénomènes ont des causes multiples, la principale semblant cependant être l'évolution des demandes de travail qualifié et de travail non qualifié. Le problème de partage de la valeur ajoutée est partiellement limité par l'extension de l'actionnariat salarié, les salariés bénéficiaires des fonds de pension se trouvant actionnaires par leur intermédiaire et bénéficiant donc de façon indirecte de la valorisation du capital des entreprises. Ces avantages ne profitent néanmoins qu'à la fraction du salariat qui a accès aux fonds de pensions.

Le lien quasi-automatique entre l'annonce d'un plan de réduction des effectifs et la hausse du cours de l'action en Bourse a également été analysé comme une manifestation du comportement court-termiste des marchés financiers en général, et des fonds de pension en particulier. Des excès semblent en effet avoir été commis et on assiste aujourd'hui à une dénonciation des revers des grandes vagues de « downsizing » : appauvrissement du capital humain de l'entreprise, effets psychologiques négatifs d'une trop grande insécurité sur ceux qui restent. Au niveau macroéconomique, la flexibilité et la mobilité du marché du travail aux États-Unis permettent toutefois de limiter l'impact sur l'emploi des plans de réduction d'effectifs. Au niveau microéconomique, on peut observer que lorsque des ajustements sont nécessaires, les retarder ne fait souvent qu'engendrer des distorsions et immobiliser des ressources qui seraient utiles, par exemple pour entrer sur des marchés plus dynamiques.

Il ne s'agit pas pour autant de brosser un tableau idyllique des fonds de pension américains. En tout état de cause, il n'existe pas « un modèle unique » de comportement des fonds de pension américains en matière de composition de leur portefeuille, de mode de contrôle des entreprises ou de durée de détention de leurs actifs. Le comportement d'actionnaire des fonds de pension est hétérogène et peut être plus ou moins actif. Ensuite, le système américain des fonds de pension ne peut être présenté comme un mode de financement exemplaire des retraites. Il ne couvre qu'une part limitée des salariés : 41,3 % en 1994, en recul depuis la fin des années quatre-vingt. Cette couverture est de plus inégale en fonction des qualifications des employés et de la taille des entreprises (en 1994, seulement 12,7 % des entreprises de moins de 25 salariés proposaient un fonds de pension). Or, le système de retraite obligatoire de la sécurité sociale qui couvre 90 % des salariés, n'offre que des retraites d'un faible montant (taux de remplacement limité à 34 % pour le salaire moyen). De plus, il existe des incertitudes

quant au niveau des prestations qui pourront être versées dans quelques années aux générations issues du baby-boom, et quant au coût qui devra en définitive être supporté par la collectivité pour faire face aux engagements pris. D'un côté, les fonds dits « à prestation définie »<sup>(6)</sup>, (plus des trois quarts des fonds en 1994 en termes d'actifs gérés), sont en partie sous-capitalisés. De l'autre, le développement des fonds à contribution définie risque d'entraîner une baisse du niveau des retraites.

Si l'on se concentre cependant sur le rôle des fonds de pension en matière de gouvernement d'entreprise, leur action est en général jugée favorablement et leur développement est associé au dynamisme de l'économie américaine. En particulier, leur implication dans la gestion des entreprises semble avoir constitué un facteur de rééquilibrage des pouvoirs entre les actionnaires, initialement faibles, et les dirigeants inversement trop puissants. Contrairement à une vision assez répandue en Europe continentale, ils apporteraient un contrepoids au court-termisme des autres investisseurs, dont le portefeuille tourne plus rapidement.

Du point de vue économique, le comportement des fonds de pension qui ressort est typiquement celui que l'on attribue dans la littérature théorique, à un intermédiaire financier, qui diminue les coûts de transaction, contrôle les emprunteurs à la place des prêteurs, et joue un rôle de « certification » auprès des marchés. Mais il faut observer que ces bénéfices sont obtenus dans un contexte de défaut de contrôle interne des entreprises, très différent de celui qui existe en Europe continentale et en France notamment, caractérisé par l'importance du contrôle exercé par les gros actionnaires.

## Le contexte français

En France, le nombre d'entreprises cotées demeure relativement faible (environ 700 aux premier et second marchés) et l'actionnariat est fortement concentré (Bloch et Kremp constatent par exemple qu'environ 80 % des entreprises françaises possèdent au moins un actionnaire qui détient plus de 25 % du capital). Les investisseurs institutionnels français jouent un faible rôle dans le contrôle des entreprises en raison principalement de

(6) Il existe deux formes de fonds de pension privés. Les fonds à prestation définie (Defined Benefit Plans) s'engagent à verser une prestation définie en pourcentage du salaire. Ils sont essentiellement à la charge de l'employeur et doivent obligatoirement adhérer au régime d'assurance fédérale. Les fonds à contribution définie (Defined Contribution Plans) sont essentiellement à la charge des employés qui définissent le montant de leur contribution, bénéficient d'une participation de l'employeur et d'avantages fiscaux, ainsi qu'une plus grande latitude dans le choix des placements. La retraite future reste en revanche indéterminée. Plus avantageux pour l'employeur, les fonds à contribution définie ont plus de plus en plus d'importance au cours des dernières années, au détriment des fonds à prestation définie, qui en termes d'actifs gérés restent cependant largement prépondérants. Les fonds de pension publics fonctionnent comme des fonds à prestation définie.

la structure de l'épargne à long terme et de l'absence de fonds de pension : en 1996, ils détenaient 16 % du capital des sociétés cotées. Le portefeuille des sociétés d'assurance est en effet essentiellement composé d'obligations (tableau 2).

Le capital des entreprises non financières est détenu à hauteur de 30 % par d'autres sociétés non financières, notamment du fait de l'importance des participations croisées. L'imbrication des actionnariats a encore été accentué lors des vagues de privatisations de 1986 et 1993 avec le système de « noyaux durs » ou de « groupes d'actionnaires stables » mis en place pour boucler le capital. Le rapport Vuchot-Ward-Howell sur le gouvernement des entreprises françaises en 1997 évoque à cet égard « la consanguinité des Conseils d'administration due à une forte concentration des mandats entre peu de mains » : 14 % des administrateurs détiennent 34 % des mandats. De ce fait, le contrôle externe par les marchés financiers est faible. En particulier, les OPA hostiles sont rares. Le contrôle de l'action des dirigeants est donc essentiellement d'origine interne, et exercé principalement par le Conseil d'administration.

L'atout d'un tel système de gouvernement d'entreprise est la stabilité qu'il assure, favorable aux investissements et aux stratégies de long terme, par opposition au contrôle exercé par les marchés financiers. Aujourd'hui, il apparaît cependant à beaucoup comme un handicap pour le financement des entreprises.

Le manque de capital souvent mis en avant à cet égard est difficile à mesurer. Les comparaisons internationales portant sur les structures de bilan se heurtent à la diversité des systèmes fiscaux et comptables. Selon les travaux existants, les entreprises françaises ne se situent pas dans une situation défavorable en ce qui concerne la part des fonds propres sur le total du bilan, tout au moins les grandes entreprises. Mais la vulnérabilité des entreprises françaises pourrait moins être liée à leur structure financière générale qu'aux difficultés, dans certains secteurs clefs, à financer le passage à une taille critique.

De manière plus certaine, la mondialisation des marchés financiers a entraîné la mise en compétition des entreprises face aux investisseurs, et notamment aux investisseurs institutionnels. Ceux-ci ont des opportunités d'investissement très étendues et sont en situation d'exiger à la fois la sauvegarde d'une certaine liquidité et une rentabilité élevée pour leur participation, et donc des moyens de contrôle pour garantir une gestion efficace de l'entreprise.

Les entreprises françaises n'apparaissent pas en mauvaise place dans cette compétition : elles sont considérées comme des investissements attractifs par les fonds de pension étrangers comme le montre l'évolution de leurs participations depuis quelques années. La part du capital des sociétés cotées détenue par des institutionnels étrangers est estimée à un tiers (tableau 2). Fidelity Investment détient plus de 10 % d'Alcatel

## 2. Structure du capital en France

### 2a. Structure de l'actif financier des sociétés d'assurance et fonds de pension en 1995

	France	Royaume-Uni	Allemagne	Japon
Liquidités	4	4	37	6
Obligations	59	15	15	30
Actions	10	73	16	19
OPCVM	17	6	12	4
Prêts et divers	10	2	20	41

Sources : Bank of England, INSEE Bundesbank et BOJ.

### 2b. Part du capital détenu par des investisseurs étrangers

Sociétés	%	Sociétés	%
ACCOR	40 à 45	LVMH	20 à 25
AGF	40 à 45	Michelin	40
Air Liquide	22	Paribas	35 à 40
Alcatel Telecom	40	Peugeot	40
Axa	35 à 40	Pinault-Printemps	25
Bic	15 à 20	Promodès	16
BNP	30	Renault	15 à 20
Canal +	35 à 40	Rhône-Poulenc	45
Carrefour	30 à 35	Saint-Gobain	35
CCF	51	Sanofi	16
Danone	33	Schneider	25-30
Dexia	52	Société Générale	45
CGE	42	Suez-Lyonnaise	39
Elf Aquitaine	47	SGS-Thomson	55
Eridania	73	Thomson-CSF	19
France Telecom	7,8	Total	50
Havas	15	Valeo	47
Lafarge	40	USINOR	50
Lagardère	33	Pechiney	50
Legrand	20		
L'Oréal	43		

Source : *Le Revenu Français*, 27 janvier 1998.



Telecom, Templeton Global Investors détient près de 5 % du capital de Renault. Le tiers du capital de Péchiney appartient à trois grands fonds américains, Capital Group (14,4 %), Fidelity Investments (5,7 %) et Templeton (10 %).

Mais surtout, la présence des fonds de pension constitue un facteur important d'évolution du mode de gouvernement des entreprises françaises. Les fonds d'investissement anglo-saxons transposent en effet aux entreprises étrangères dans lesquelles ils ont des participations leurs principes de renforcement du contrôle interne des dirigeants et de primauté accordée à la création de valeur pour les actionnaires. Ils militent activement pour plus de transparence, contre les participations croisées, pour la formation de comités de rémunération des dirigeants et citent les droits de vote doubles et les autres exceptions à la règle « une action, une voix » comme un obstacle majeur. CalPERS (dont le portefeuille en France est estimé à 12,5 milliards de francs) a demandé à la COB d'exiger des entreprises un compte rendu de leur politique de gouvernement d'entreprise. De même, l'action des fonds étrangers est à l'origine de l'affaire ERAMET.

À noter que, pour les raisons évoquées plus haut, les fonds étrangers siègent peu au Conseil d'administration des sociétés françaises dont ils sont actionnaires. De ce fait, les étrangers demeurent faiblement représentés dans les Conseils d'administration français. Sur 541 postes d'administrateurs des sociétés du CAC 40, seulement 71 sont détenus par des étrangers, soit 14 %<sup>(7)</sup>, alors que leur part dans la capitalisation boursière est estimée à un tiers.

L'accroissement des participations des fonds de pension dans les entreprises françaises s'inscrit dans un ensemble de transformations du capitalisme français qu'il serait difficile de rattacher à une cause unique. Les contraintes des investisseurs institutionnels français (grandes banques, compagnies d'assurance) ont également beaucoup évolué depuis quelques années sous l'effet des privatisations et de l'entrée à leur capital d'investisseurs étrangers. Pour eux aussi, la contrainte de maximisation de la valeur des sommes qui leur sont confiées par leur actionnaires (shareholder value) devient de plus en plus forte. Cette nécessité explique qu'ils soient de plus en plus réticents à entrer dans des pactes d'actionnaires ou « groupes d'actionnaires stables » tels ceux mis en place à l'occasion des premières privatisations. Les privatisations les plus récentes, celle de Péchiney et des AGF se sont faites ainsi sans groupes d'actionnaires stables.

Les exemples sans précédent d'OPA hostiles contre des sociétés françaises lancées en 1997 constituent une autre manifestation des bouleversements du capitalisme français, même si la plupart d'entre elles se sont traduits *in fine* par des accords à l'amiable.

---

(7) Rapports 1996 et 1997 du Cabinet Vuchot-Ward-Howell sur le gouvernement d'entreprise.

Dans ce contexte, la nécessité d'une évolution du système français de gouvernement d'entreprise vers plus de transparence et un renforcement du contrôle interne fait aujourd'hui consensus. Depuis la publication du rapport Viénot, beaucoup d'entreprises ont fait des efforts dans ce sens, la transparence des travaux du Conseil d'administration étant favorisée par la création de comités d'audit et de comités de rémunérations, une politique plus active d'information à l'égard des actionnaires ayant également été menée. En revanche, les dirigeants français demeurent critiques vis-à-vis du développement du contrôle externe par le moyen des OPA.

## **Le rôle des fonds de pension dans l'évolution du gouvernement d'entreprise en France**

Constater que le gouvernement des entreprises françaises doit évoluer pour attirer dans de bonnes conditions des capitaux dans le contexte de la mondialisation des marchés financiers ne signifie pas nécessairement qu'il faille adhérer sans réserve au système dit anglo-saxon. L'évidence empirique ne permet pas en effet de trancher entre celui-ci et les systèmes existants en Europe continentale et au Japon, qui favorisent des relations de longue durée entre les entreprises et leurs actionnaires. Ainsi, en matière d'innovation par exemple, chacun des systèmes aurait ses vertus propres.

On reconnaît aujourd'hui le rôle déterminant des mécanismes du gouvernement d'entreprise sur les performances, dans les firmes où propriété et contrôle sont séparés (Mayer, 1996). L'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants, et l'impossibilité pour ceux-ci de signer des contrats complets oblige alors à se tourner vers d'autres mécanismes pour s'assurer que les dirigeants ne privilégient pas leurs propres intérêts (Hart, 1995) : contrôle externe par le marché financier, modes de rémunération des dirigeants, contrôle interne par le Conseil d'administration, surveillance exercée par les actionnaires (Charlety, 1994 et 1997). Mais chacun de ces mécanismes présente des avantages et des inconvénients, ce qui ne permet pas de trancher *a priori* en faveur d'un système privilégiant l'une ou l'autre de ces modalités de contrôle.

Si l'on veut apprécier les conséquences de l'entrée des fonds de pension anglo-saxons dans le capital des entreprises françaises, ou encore les avantages particuliers qu'apporteraient des fonds français, il convient donc de considérer leur impact potentiel à la lumière des spécificités de notre système de gouvernement d'entreprise. Celui-ci présente deux traits caractéristiques principaux : le premier concerne la définition des objectifs de l'entreprise ; le second réside dans la concentration de l'actionnariat et la prééminence du contrôle « interne ».

Alors que l'approche anglo-saxonne met l'accent sur l'objectif de maximisation des gains des actionnaires, la tradition française met en avant

« l'intérêt social » de l'entreprise. Dans cette perspective, l'entreprise est conçue comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres de prospérité et continuité de l'entreprise qui sont distinctes de celles de ses actionnaires et de ses salariés, fournisseurs et clients.

Cette opposition entre intérêt social et intérêt des actionnaires ne doit cependant pas être exagérée (Bloch et *alii*, 1997) :

- la loi française évoque certes « l'intérêt de la société », mais sans le définir précisément. Par ailleurs, il semble que les articles (1832-1833 du Code civil) fondateurs du contrat de société sont susceptibles d'une interprétation stricte de la notion d'intérêt des actionnaires ;
- dès lors que la valeur d'une entreprise dépend de l'ensemble des profits futurs escomptés, l'intérêt des actionnaires n'est pas un objectif de court terme, mais de long terme. Dans cette perspective le traitement satisfaisant des « stakeholders », qu'il s'agisse des salariés, des clients ou des fournisseurs, rejoint souvent l'intérêt des actionnaires.

Il n'en demeure pas moins que l'arrivée des fonds anglo-saxons dans le capital des entreprises françaises a eu tendance à renforcer les exigences des actionnaires en matière de rendement des actions. Ces exigences s'accompagnent d'une volonté de contrôle accru sur la gestion de l'entreprise et donc sur une demande d'information financière plus complète et plus détaillée. À beaucoup d'égards, une telle évolution semble bénéfique. Les besoins de plus grande transparence, de diffusion d'une information plus claire et plus pertinente apparaissent nécessaires compte tenu des contraintes évoquées ci-dessus. Par ailleurs, on ne peut ignorer le risque de capture par les dirigeants de la notion d'intérêt social, pour orienter la gestion vers leurs intérêts propres plutôt que vers celui de l'entreprise, ce que vise justement à proscrire tout « bon » gouvernement des entreprises, quels que soient les mécanismes sur lesquels il s'appuie. Utiliser le développement de fonds de pension français (ou des autres formes d'épargne longue) pour infléchir cette tendance, n'apparaît donc pas souhaitable.

Contraindre des fonds français à un comportement spécifique, plus orienté vers l'intérêt social, risque d'aller de plus à l'encontre de l'objectif de financement des retraites initialement recherché. Le handicap des régimes par capitalisation réside par nature dans leur sensibilité aux aléas, qui vaudrait aussi pour des réserves dans les régimes par répartition. Dans ces conditions, il serait très dangereux d'envisager des entorses à la recherche de la rentabilité à long terme des placements ou d'essayer de faire prendre en compte par les gestionnaires de ces fonds d'autres objectifs. En pratique, le meilleur moyen de s'assurer que ces fonds sont bien gérés est ainsi le développement d'une concurrence entre fonds d'investissement. Dans ce cas, le critère de rentabilité apparaît incontournable, et vaut également pour les formules d'épargne-retraite privée, ou pour la gestion de réserves qui seraient constituées par les caisses de retraite.

D'un point de vue factuel, la concentration de l'actionnariat, et l'influence des structures familiales et des autres sociétés à l'intérieur de celui-ci, constitue le trait principal des entreprises françaises. Là encore, ce type d'organisation n'est pas nécessairement moins performant que le système anglo-saxon.

En effet, lorsque l'actionnariat est diffus, les actionnaires ne sont pas incités à exercer une activité de contrôle : dans le cas d'une faible participation, le coût d'une telle démarche peut excéder les bénéfices qui en seront retirés ; de plus, ces bénéfices seront partagés par l'ensemble des actionnaires, ce qui encourage un comportement de « passager clandestin ». Le contrôle devient plus intéressant lorsque l'actionnariat est plus concentré. Un contrôle accru par le moyen d'une représentation au Conseil d'administration par exemple, se traduit cependant par une moindre liquidité des participations.

Ce nécessaire arbitrage entre liquidité et contrôle a été résolu par les fonds de pension d'une façon spécifique : ils sauvegardent la liquidité de leurs participations en évitant de siéger au Conseil d'administration mais investissent néanmoins dans le contrôle par le moyen de démarches auprès des dirigeants, ou d'actions concertées d'actionnaires minoritaires ou encore de campagnes de Presse. Toutefois, la possibilité de vendre leur participation en cas de persistance d'un désaccord avec les dirigeants demeure toujours ouverte. Cette décision de vente peut également être prise pour des raisons tenant à l'équilibre global d'un portefeuille, et non à la société elle-même. La stabilité des engagements pris par de tels investisseurs est évidemment moindre que celle qui a pu être observée par le passé dans l'actionnariat des entreprises françaises.

Or, l'engagement et la confiance dans le cadre de relations à long terme peut être bénéfique pour certaines activités, mêlant de nombreuses parties prenantes, et réclamant de leur part des investissements spécifiques. Mais cette situation présente aussi des inconvénients. De gros actionnaires, notamment lorsqu'il s'agit d'autres entreprises, peuvent avoir des intérêts qui ne coïncident pas avec ceux des autres actionnaires, et chercher à en tirer des bénéfices privés. Pour y remédier, la protection des actionnaires minoritaires apparaît essentielle, et c'est donc fort logiquement que les fonds de pension y poussent.

Tout ceci ne signifie pas que la nationalité des fonds de pension soit complètement neutre, notamment pour les industries de haute technologie à fort contenu d'innovation. Les travaux empiriques (Maurel et Sédillot, 1997) mettent en évidence une forte concentration géographique de ce type d'industrie, qui suggère l'existence d'externalités de proximité importantes. Les handicaps rencontrés par l'introduction de firmes françaises jeunes sur le NASDAQ en constituent aussi une preuve. On peut donc imaginer que l'accès aux capitaux de ce type d'entreprise serait favorisé par l'existence de fonds français, plus proches, et donc plus à même de développer les

capacités d'expertise adaptées. Compte tenu du rôle de l'innovation dans la croissance économique, c'est peut-être là que réside le principal argument en faveur des fonds de pension nationaux.

À l'encontre du reproche qui leur est souvent fait en France, les fonds de pension semblent avoir joué aux États-Unis un rôle bénéfique, moins orienté vers le court terme que l'actionnariat diffus. L'évaluation de leur impact sur le gouvernement d'entreprise dans le contexte français doit distinguer deux aspects :

- une pression en faveur de l'objectif de rentabilité des entreprises, de la transparence de l'information et de la protection des minoritaires qui apparaît incontournable, et devrait aussi être favorisée par des fonds français ;
- une remise en cause possible des modalités de contrôle interne des entreprises françaises exercé actuellement par de gros actionnaires, engagés dans des relations de long terme avec leurs dirigeants. Différentes éventualités sont cependant envisageables à cet égard, qui dépendent du comportement des investisseurs institutionnels ayant acquis une part importante du capital de ces entreprises, et de l'intérêt que ceux-ci pourront trouver à remettre en cause un système qui, *a priori*, peut présenter à la fois des avantages et des inconvénients en termes d'efficacité.

L'expérience américaine suggère enfin que les fonds de pension peuvent jouer un rôle essentiel dans le financement de l'innovation. À côté de l'analyse de l'effet macroéconomique possible sur l'épargne, cet élément ne peut être négligé dans la réflexion sur l'épargne-retraite, ou plus généralement les capitaux patients en France

## Références bibliographiques

Bloch L., D. Bureau, P. Charléty et F. Maurel (1997) : *Synthèse du séminaire sur le gouvernement d'entreprise sous la présidence de Jean Saint-Geours*, Direction de la Prévision.

Bloch L. et E. Kremp (1997) : *Ownership And Control in France*, Miméo, INSEE, Banque de France. Contribution au rapport préliminaire de l'European Corporate Governance Network.

Charléty P. (1994) : « Les développements récents de la littérature », *Revue d'Économie Financière*.

Charléty P. (1995) : « Le gouvernement d'entreprise », *La Lettre du CREST*, n° 18.

Hart O. (1995) : « Corporate Governance, some Theory and Implications », *The Economic Journal*, n° 105.

Intrator H. (1997) : « L'expérience des fonds de pension américains », *Problèmes Économiques*, n° 2525.

Jarett P. (1997) : « États-Unis. Le gouvernement d'entreprise : la régulation par le marché », *L'Observateur de l'OCDE*, n° 203, décembre-janvier.

Maurel F. et B. Sédillot (1997) : « La concentration géographique des industries françaises », *Économie et Prévision*, n° 131.

Mayer C. (1996) : « Gouvernement d'entreprise, concurrence et performance », *Revue Économique de l'OCDE*, n° 27.

OCDE (1996) : *Études Économiques de l'OCDE. États-Unis*.

Rapports 1996 et 1997 du Cabinet Vuchot-Ward-Howell sur le gouvernement d'entreprise.

## Résumé

Le rapport d'Olivier Davanne rappelle en premier lieu les données démographiques et financières qui campent le contexte dans lequel va évoluer le système français de retraites au cours du prochain demi-siècle. Selon les projections démographiques disponibles, le ratio des personnes âgées de 60 ans et plus sur les personnes âgées de 20 à 59 ans va passer de 37 à 70 % d'ici à l'an 2040 dans l'hypothèse où la fécondité resterait durablement à son niveau actuel de 1,8 enfant par femme en moyenne. Combinée aux perspectives d'activité et de chômage, cette évolution laisse entrevoir la possibilité d'une très forte augmentation des taux de cotisation nécessaires à l'équilibre à long terme des régimes de retraite, à paramètres de calcul des droits à la retraite (âge, durée d'activité, avantages accessoires...) inchangés.

Un tel scénario « au fil de l'eau » ferait courir des risques macroéconomiques et pourrait, à la faveur de l'ouverture croissante des économies, pousser à la concurrence des systèmes de retraite entre pays, les jeunes actifs étant susceptibles de s'installer dans des pays qui offrent des couvertures sociales moins onéreuses.

Plus précisément, la « compétitivité » d'un système de retraite s'apprécie à partir de son « rendement », c'est-à-dire du rapport de la valeur actualisée des prestations promises à la valeur actualisée des cotisations versées au cours de la vie active. Dans les régimes de retraite par répartition, ce rendement est proche, en longue période, du taux de croissance de l'économie. Dans les régimes par capitalisation, il est égal au rendement des actifs financiers et supérieur en longue période au taux de croissance de l'économie.

Toutefois, bien que probablement plus rentable sur le long terme, la retraite par capitalisation présente elle aussi des inconvénients, en exposant les salariés aux risques financiers. Ce d'autant plus que l'on assiste aujourd'hui dans le monde à un essor des régimes de retraite « à cotisations définies » qui reportent les aléas financiers sur les cotisants. *A contrario*, un régime de retraite par répartition assis sur une base démographique et financière large réalise une bonne mutualisation des risques économiques et financiers.

Olivier Davanne estime qu'il est possible de cumuler les avantages des rendements de la retraite par capitalisation et la mutualisation des risques des régimes de retraite par répartition. Ce système de « répartition provisionnée » consiste à constituer des réserves dans les régimes de retraite par répartition, afin d'accroître leur rendement de façon à réduire les taux de cotisation requis par l'équilibre à long terme de ces régimes. En pratique, il suggère de réaliser ces réserves par la mise en place de plans d'épargne salariaux à long terme, qui seraient gérés par les régimes de retraite complémentaire. Constitués dans un cadre interprofessionnel, ces plans ne freineraient pas la mobilité professionnelle.

Cette analyse ne réduit cependant en rien la nécessité de l'ajustement à long terme des régimes de retraite par répartition, et dans ce domaine Olivier Davanne plaide en faveur de l'allongement progressif de la durée d'activité. À l'horizon 2040, accroître celle-ci de cinq ans permettrait de réduire de moitié la dégradation des ratios démographiques. Il propose également de renforcer la solidarité entre régimes de retraite, en limitant les écarts d'efforts contributifs entre régimes de retraites, et d'établir un principe clair et équitable de revalorisation des pensions qui devrait tenir compte, dans le cadre des contraintes financières, de l'évolution des rémunérations perçues par les actifs.

Partant du même constat qu'Olivier Davanne, le rapport de Jean-Hervé Lorenzi aboutit également à la conclusion que le système de retraite devrait dégager davantage d'épargne, mais il préconise des modalités différentes pour la constitution de cette épargne. Au regard des quatre critères qui guident la recherche de la politique optimale en matière de retraite (efficacité individuelle, efficacité collective, mutualisation des risques, équité sociale), il dégage les avantages de la capitalisation (meilleur rendement, effets d'une épargne supplémentaire sur l'équilibre macroéconomique et sur le financement de l'économie), mais aussi ses inconvénients (mauvaise mutualisation des risques, problèmes d'inégalités entre catégories sociales).

Jean-Hervé Lorenzi se prononce en faveur du maintien de la prédominance de la retraite par répartition dans l'assurance vieillesse en France, mais aussi pour l'introduction minoritaire de retraites par capitalisation. Compte tenu de la multiplicité des dispositifs (articles 39 et 83 du Code général des Impôts, dispositif en faveur des non salariés, PRÉFON pour les fonctionnaires...) et des limites des diverses propositions en faveur de fonds de pension, il formule deux propositions :

- il suggère en premier lieu de créer des réserves au sein des régimes de retraite par répartition, rejoignant ainsi la proposition d'Olivier Davanne ;
- il propose ensuite une modification en profondeur des mécanismes d'épargne salariale. Instruments utiles de financement des entreprises et de dialogue social, ces dispositifs présentent cependant certaines incohérences, notamment en matière fiscale. Une remise en ordre apparaît donc néces-



saire, de façon à proposer un « menu » de supports d'épargne retraite allant de dispositifs obligatoires (article 83) à des dispositifs individuels, les fonds de pension à créer devant se situer à l'équilibre entre ces deux extrêmes.

Le rapport de François Morin examine les conséquences de la présence croissante des fonds de pension anglo-saxons dans le capital des entreprises françaises. Les investisseurs étrangers détiennent 35 % de la capitalisation boursière et près de la moitié du capital de certaines entreprises françaises. L'arrivée de ces nouveaux investisseurs met en cause les formes traditionnelles du contrôle du capital des entreprises en France : autocontrôle, participations croisées.

Si ces modalités traditionnelles de contrôle des entreprises sont contestables, notamment sur le plan de la protection des droits des actionnaires minoritaires, la préoccupation de stabilité de la structure actionnariale reste importante pour les dirigeants d'entreprise. Il serait en effet risqué d'ajouter à l'instabilité des marchés financiers des incertitudes supplémentaires quant au contrôle des entreprises. Or selon l'auteur, les fonds de pension anglo-saxons exposent la structure du capital des entreprises à une certaine volatilité, leurs investissements étant généralement de durée courte ou moyenne.

Il propose de rechercher les voies d'une stabilisation de la propriété du capital des entreprises françaises. La création de fonds de pension « à la française » semble constituer une solution efficace, car ceux-ci sont en effet à même de drainer une épargne très longue susceptible de s'investir de façon plus stable dans les entreprises françaises.

François Morin dégage deux principes généraux à mettre en œuvre dans la création de fonds de pension français. Il importe autant que possible d'adosser les plans d'épargne en vue de la retraite à des mécanismes de négociation collective, de façon à préserver la compétence des partenaires sociaux dans la définition des besoins de retraite des salariés et dans les orientations de leur gestion. Mais une fois les objectifs fixés, il importe d'accorder une large délégation de gestion aux opérateurs afin d'assurer les meilleures conditions de placement de l'épargne longue ainsi collectée.

Dans son commentaire, Jean-Michel Charpin insiste sur la nécessité d'aborder l'avenir du système de retraite comme une question d'économie réelle et non seulement financière, le choc démographique étant avant tout un choc réel. Or les marchés financiers ne savent transférer dans le temps que des créances nominales, et non des créances réelles. À cet égard, la conjonction possible au début du siècle prochain de pénuries de main d'œuvre et de la présence d'inactifs nombreux, détenteurs de créances nominales importantes, pourrait créer les conditions d'un choc inflationniste. Cette remarque l'amène à insister sur les menaces qui pèseront à terme sur les détenteurs de créances nominales et donc à discuter la supériorité durable de la capitalisation sur la répartition. Il met également en garde contre le risque que la « répartition provisionnée » soit mal interprétée par les

cotisants : ceux-ci pourraient identifier la surcotisation comme un prélèvement obligatoire sans contrepartie plutôt que comme une épargne. Sur un autre plan, il doute de l'efficacité de réglementations visant à contraindre les gestionnaires de fonds de retraite à placer leur épargne en actions, car c'est spontanément qu'un bon gestionnaire actif-passif adosse à des engagements de longue durée assortis de faibles garanties de performance, des actifs risqués à haut rendement. Enfin il juge la position de François Morin sur le rôle des fonds de pension étrangers excessivement défensive, sous-estimant les améliorations qu'ils apportent au « gouvernement d'entreprise ».

Béatrice Majnoni d'Intignano souligne en premier lieu dans son commentaire le rôle crucial de l'allongement de la durée d'activité dans la résorption des déséquilibres futurs des régimes de retraite, et suggère notamment le développement de mécanismes de retraite progressive. Elle souligne par ailleurs que, quel que soit le système de financement des retraites (répartition ou capitalisation), la retraite constitue toujours un prélèvement sur les actifs au profit des inactifs. Il faut donc dans tous les cas trouver un compromis entre deux risques : l'appauvrissement des retraités et le refus de payer des générations actives futures. Elle préconise la mise en œuvre de règles d'ajustement des régimes de retraite par répartition basées sur des principes clairs, et partage le jugement d'Olivier Davanne sur les vertus de règles claires et équitables en ce qui concerne la revalorisation des pensions. Enfin, dans le débat sur l'intérêt de préfinancer une partie des charges futures de retraite, elle considère que la question de la destination de l'épargne retraite — création d'entreprises, capital risque — est plus importante que celle de son montant global.

Deux compléments théoriques ont été apportés. Une note de Didier Blanchet fait le point sur le débat répartition-capitalisation, tandis qu'une communication de Peter Diamond, présente le débat sur la réforme du régime public de retraite aux États-Unis. Cinq annexes sont également proposées : la première, préparée par la Direction de la Sécurité sociale du ministère de l'Emploi et de la Solidarité, décrit l'architecture institutionnelle du système de retraite ; la deuxième, de Catherine Zaidman, rappelle les résultats des projections démographiques et financières disponibles à l'horizon 2015 pour les différents régimes de retraite. La troisième, due à Pierre Ralle, présente les projections démographiques de l'INSEE à l'horizon 2040. La quatrième annexe, réalisée par Jean-Marc Aubert et Agnès Plassart, dresse l'état des lieux des régimes supplémentaires de retraite et de l'épargne d'entreprise ; enfin, la dernière annexe, due à Dominique Bureau, Françoise Maurel et Nadine Mouy, propose un bilan du rôle des fonds de pension anglo-saxons du point de vue du gouvernement des entreprises.

# Summary

## Pensions and Savings

Olivier Davanne's report starts by reviewing the demographic and financial data that form the background of the evolution of the French system of retirement pensions during the next 50 years. According to available demographic projections, the ratio of people over 60 years old to people 20 to 59 years old, is going to increase from 37 to 70% between now and the year 2040, if we assume that the present level of fertility (an average of 1.8 children per woman) will continue.

Along with the prospects concerning economic activity and unemployment, this evolution indicates the possibility of a very sharp increase in the rate of contributions that will be necessary in order for pension schemes to be balanced in the long run, if the parameters for calculating retirement benefits (age, working time, fringe benefits...) remain unchanged.

Such a "with the stream" scenario is risky from a macroeconomic standpoint and could, because of the increasing opening up of economies, encourage greater competition between countries with regard to their pension schemes, young workers being tempted to settle in those countries which offer less expensive social coverage.

More accurately, the competitiveness of a pension scheme can be assessed according to its "return", i.e. the ratio of the discounted promised benefits to the discounted contributions paid during one's working life. In the "pay-as-you-go" pension schemes, this return is close to the long-term rate of growth of the economy. In funded pension schemes, it is equal to the return of financial assets and in the long run, it is higher than the rate of growth of the economy.

However, even if its return is probably greater in the long run, a funded pension scheme also presents certain drawbacks, since it puts wage-earners in a position of financial risk. This is all the more so, since present-day pension schemes with their "defined contributions", which transfer financial risks to the contributors, are booming all over the world. On the contrary, a "pay-as-you-go" pension scheme with a broad demographic and financial basis, achieves a good pooling of economic and financial risks.

Olivier Davanne thinks that it is possible to cumulate the advantages of the returns of funded pension schemes with the pooling of risks through “pay-as-you-go” schemes. This is the system that he calls “provisioned pay-as-you-go”, which consists in building up reserves in “pay-as-you-go” pension schemes in order to increase their yield so as to reduce the rate of contributions required for these schemes to be balanced in the long-term. To put this into practice, he suggests that their reserves be built by setting up long-term savings plans for wage-earners which would be managed by supplementary pension schemes. Implemented in an interprofessional setting, these plans would not jeopardise professional mobility.

This analysis however, in no way alleviates the necessity of adjusting the “pay-as-you-go” schemes in the long run, and for this matter, Olivier Davanne advocates a progressively longer working period: At the 2040 horizon, increasing by five years the working life would halve the deterioration of demographic ratios. He also suggests strengthening the solidarity between pension schemes by reducing the disparities in the efforts of contribution between different pension schemes and by establishing a straightforward and fair principle for re-evaluating pensions, i.e. a principle which would take into account the evolution of wages paid to workers without threatening the financial stability of “pay-as-you-go” schemes.

Starting from the same analysis as that of Olivier Davanne, Jean-Hervé Lorenzi, in his report, also concludes that the pension scheme should generate more savings, but he recommends different ways to build up these savings. Taking into account the four criteria used to determine the optimal policy for pensions (individual efficiency, collective efficiency, risk-pooling, social equity), he brings out the advantages of capitalization (higher returns, effects of additional savings on the macroeconomic balance and on the financing of the economy), but also the drawbacks (inadequate pooling of risks, inequality problems between different social categories).

Jean-Hervé Lorenzi is in favor of keeping the prevalence of a “pay-as-you-go” scheme in the French retirement system, but also of a “minority introduction” of funded pensions. Given the multiplicity of devices (articles 39 and 83 of the General Tax Code, the device in favor of non-wage earners, PREFON for civil servants...) and the limits of various proposals in favor of funded pensions, he makes two suggestions:

- He first proposes to create reserves within “pay as you go” schemes, thus joining Olivier Davanne’s proposal.
- He then suggests to radically change the mechanisms for wage-earners’ savings.

Although these devices are useful instruments for financing firms and for social dialogue, they do present certain inconsistencies, namely as regards fiscal aspects. A “tidying up” seems therefore necessary, in order to

propose a “ menu ” of different kinds of retirement savings, ranging from compulsory devices (article 83) to individual devices; The funded pensions that are to be created should be more or less balanced between these two extremes.

François Morin’s report analyzes the consequences of the growing presence of Anglo-Saxon pension funds in the capital of French firms. Foreign investors hold 35% of the French stock market and almost half of the capital of certain French firms. The arrival of these new investors raises the question of traditional forms of capital control for firms established in France: Control via their subsidiaries, crossed share-holdings.

If the traditional conditions of controlling firms are questionable, namely regarding the protection of the minority shareholders’ rights, the concern for the stability of the shareholding structure remains important for firm managers. Indeed, it would be risky to increase the instability of financial markets by making more uncertain the control of firms. And, according to the author, Anglo-Saxon pension funds put the firms’ structure of capital under the risk of a certain volatility, their investments being generally for a short or medium-term period.

He suggests looking for ways of stabilizing the ownership of French firms’ capital. Creating pension funds “à la française” seems to be an efficient solution, since they are indeed liable to attract long-term savings which can be invested in French firms on a more stable basis.

François Morin identifies two general principles to be followed with regard to the creation of French pension funds. Savings plans for retirement should, as much as possible, be backed by collective bargaining mechanisms, in such a way as to maintain the competence of the social partners with respect to the definition of the workers’ retirement needs and to their management objectives. But once the goals are set up, it is important to delegate to the operators a sizable part of the management in order to ensure the best conditions for the collected long-term savings.

In his commentary, Jean-Michel Charpin insists on the importance of examining the future of the retirement system as a real economic question and not just a financial one, the demographic shock being above all a real shock. But financial markets know how to transfer in the course of time only nominal debts and not real ones. In this respect, the possible conjunction at the beginning of the next century of shortages in the work-force and the presence of numerous non-working people with important nominal debts could create the conditions for an inflationary shock. This remark brings him to stress the risks for holders of nominal assets and as a result to doubt the durable superiority of the funded system over the “pay-as-you-go” system. He equally warns against the risk of the “ provisioned pay-as-you-go ” scheme being in some respect misunderstood by subscribers: They could take the surplus contribution as a compulsory contribution with no return rather than as a saving. Otherwise, he doubts the efficiency of

regulations aimed at forcing managers of retirement funds to place their savings in stock shares, for a capable “credit-liabilities” manager combines long-term investments and their low-guaranteed performance with high-yield risky assets. Lastly, he considers the position of François Morin concerning the role of foreign pension funds excessively defensive, under-estimating the improvement which they bring to the “corporate governance”.

Béatrice Majnoni d’Intignano, in her commentary, first emphasizes the crucial role that lengthening the working time has with respect to the elimination of the future unbalance of pension schemes and suggests, in particular, the development of progressive retirement mechanisms. She stresses, in other respects, that whatever the financial pension scheme may be (“pay-as-you-go” or funded) the retirement pension always constitutes a deduction from the work-force in favor of the non-working. It is necessary in any case to find a compromise between two risks: Impoverishing the retired workers and refusing to pay future working generations. She advocates establishing rules, based on sound principles, for adjusting the “pay-as-you-go” retirement systems and agrees with Olivier Davanne about the virtues of straightforward and fair rules for pension revaluation. Finally, in the debate about the advantages of pre-financing a part of future retirement expenses, she considers that the question concerning what the retirement savings are used for (creating companies, capital risk) is more important than their total amount.

Two theoretical texts complete these reports and commentaries. A note by Didier Blanchet focuses on the debate opposing “pay-as-you-go” and funded pension schemes, whereas a memo by Peter Diamond presents the discussion about the reform of the public retirement system in the United States. Lastly, the reader will find five annexes. The first one, drafted by the Social Security Department of the Ministry of Employment and Welfare, describes the institutional architecture of the retirement system. The second one, by Catherine Zaidman, reviews the demographic and financial projections at the horizon of 2015, for the different retirement systems. The third one, by Pierre Ralle, presents the INSEE’s demographic projections at the horizon of 2040. The fourth one, by Jean-Marc Aubert and Agnès Plassart, draws an inventory of supplementary pension schemes and of occupational savings. Finally, the last annex, by Dominique Bureau, François Maurel and Nadine Mouy, evaluates the role of Anglo-Saxon pension funds in corporate governance