

# LIVRE BLANC

## L'ÉPARGNE RETRAITE

D É C E M B R E 2 0 1 6



## Sommaire

<b>Synthèse du rapport</b>	<b>3</b>
<b>Partie 1. État des lieux du système de retraite français et comparaisons internationales</b>	<b>4</b>
<b>Chapitre 1. La France</b>	<b>4</b>
a. Le système français des retraites : une adaptation progressive à la démographie	4
b. L'épargne-retraite occupe aujourd'hui une place minime en France	6
<b>Section 1. Les produits individuels souscrits dans un cadre personnel</b>	<b>7</b>
1) Le PERP	7
2) La Préfon	7
3) Les autres produits, non dédiés à la retraite	8
• L'assurance-vie	8
• Le PEA	8
<b>Section 2. Les produits d'entreprise souscrits dans un cadre professionnel</b>	<b>9</b>
1) Le PERCO	9
2) Le contrat "Article 83"	10
3) Le contrat "Article 39" (appelés aussi "retraite chapeau")	10
4) Le contrat Madelin	10

<b>Chapitre 2. Comparaison avec d'autres systèmes européens et internationaux</b>	<b>11</b>
a. L'Allemagne	11
b. Le Royaume-Uni	12
c. L'Italie	12
d. Le Danemark	13
e. Les États-Unis	13
<b>Partie 2. Les conséquences économiques pour l'épargnant et pour la croissance</b>	<b>15</b>
<b>Chapitre 1. Les besoins non pourvus pour l'épargnant-retraité</b>	<b>15</b>
a. La difficulté d'anticiper les besoins à couvrir au moment de la retraite	16
b. Des choix de placements financiers inadaptés sur le long terme	17
c. L'impopularité de la rente	19
<b>Chapitre 2. Les besoins non pourvus au niveau macro économique</b>	<b>20</b>
a. Les investisseurs particuliers ont réduit leurs placements en actions	20
b. Les établissements financiers ont réduit leurs investissements en actions	20
c. Les actionnaires étrangers	21
d. Le <i>crowdfunding</i>	21
e. La loi Sapin 2 : vers des fonds de pension à la française ?	21
<b>Partie 3. Propositions pour renforcer l'épargne retraite en France</b>	<b>23</b>
a. Créer un nouveau produit individuel de retraite à destination d'un public large avec une sortie possible en capital	25
b. Renforcer le développement de l'épargne retraite d'entreprise et notamment du PERCO	27
c. Améliorer l'information des Français sur leur future retraite et les moyens de compléter les régimes par répartition	28
<b>ANNEXE 1. Sondage Opinion Way pour l'AFG : les Français et l'épargne retraite</b>	<b>31</b>
<b>ANNEXE 2. Fonctionnement du produit d'épargne retraite individuel à créer</b>	<b>34</b>
<b>ANNEXES 3, 3/A et 3/B. Bénéfices de l'investissement à long terme et caractéristiques du couple rendement-risque des actions</b>	<b>35</b>
<b>ANNEXE 4. Indice Insti 7 PERCO : performances de la gestion pilotée</b>	<b>41</b>
<b>Remerciements</b>	<b>45</b>

## Synthèse du rapport

Le départ à la retraite constitue un événement perçu comme lointain et par conséquent peu anticipé par la plupart des actifs. Il s'agit pourtant là d'une étape majeure du cycle de vie qui revêt une véritable dimension sociale et économique pour les intéressés bien sûr mais aussi pour le pays tout entier.

En effet, de la bonne préparation en amont de cette nouvelle période vont dépendre les conditions de vie des futurs retraités mais aussi les équilibres sociaux et financiers du pays. Outre le système de retraite par répartition, qui constitue le fondement même du modèle social et de la solidarité inter générationnelle dans notre pays, nous pensons nécessaire une amélioration des dispositifs de retraite supplémentaire. La dynamique démographique et les décisions successives prises pour rééquilibrer les régimes obligatoires pèseront sur le niveau des taux de remplacement après le départ à la retraite. Les systèmes de retraite supplémentaire devront donc être amplifiés, et pour cela devenir plus efficaces et plus aisément accessibles.

Nous traiterons dans ce Livre Blanc des dispositifs actuels d'épargne retraite et des propositions qu'entend porter l'AFG pour les améliorer afin de :

- réconcilier les choix des épargnants avec leurs besoins en tant que futurs retraités ;
- transformer l'épargne retraite en une épargne réellement longue et adaptée à la durée des projets ;
- proposer des solutions convenant au plus grand nombre et attractives pour les jeunes générations ;
- apporter, grâce à cette épargne longue une ressource stable pour le financement de l'économie française et européenne.

Les offres actuelles d'épargne retraite reposent largement sur des produits collectifs d'entreprise (PERCO, Article 83,...) qui ne s'adressent par définition qu'à une partie de la population : ils sont efficaces mais leur attractivité peut être renforcée. Les produits individuels (PERP, Madelin, Préfon) imposent tous une sortie en rente obligatoire : il convient de leur apporter des améliorations visant à plus de flexibilité, plus d'attractivité et plus de complémentarité.

Ainsi, l'AFG propose trois mesures pour renforcer l'épargne retraite en France :

- créer, en cohérence avec le projet européen de *Pan European Personal Pensions (PEPP)*, un nouveau produit individuel de retraite à destination d'un public large avec une sortie possible en capital ;
- appuyer le développement de l'épargne retraite d'entreprise et notamment du PERCO ;
- améliorer significativement l'information des Français sur leur future retraite et sur les moyens offerts pour compléter les régimes par répartition.

Bien que la rente soit adaptée au financement de la période de retraite, l'épargnant privilégie presque systématiquement les produits lui permettant de récupérer tout ou partie de son capital. La sortie obligatoire en rente entraîne donc aujourd'hui paradoxalement un comportement qui favorise l'épargne de court terme au détriment de l'épargne longue. Or, l'épargnant comme les consommateurs de ressources financières (entreprises et État) ont besoin d'investissement favorisant la diversification et de ressources longues.

L'introduction d'une réelle liberté de sortie en capital et/ou en rente pour l'épargnant apporterait une réponse centrale à une meilleure allocation en amont de l'épargne et donc de son emploi. Elle attirerait les jeunes générations qui de façon légitime ont du mal à se projeter. Empiriquement, l'on constate de plus que les produits permettant une sortie en capital, comme l'assurance vie ou l'épargne salariale, font l'objet de rachats relativement faibles lorsqu'ils arrivent à maturité. Les épargnants font ainsi la plupart du temps le bon choix lorsqu'ils l'ont et qu'ils y ont été préparés grâce à une information complète et suivie.

Le renforcement de l'épargne retraite permettrait enfin aux institutions financières et aux sociétés de gestion d'actifs en particulier de jouer un rôle encore plus efficace d'intermédiaire entre emploi et ressources financières. Leurs missions et leurs responsabilités seraient ainsi renforcées dans la chaîne de financement de l'économie. Elles y sont prêtes.

# Partie 1. État des lieux du système de retraite français et comparaisons internationales

## Chapitre 1. La France

### a. Le système français des retraites : une adaptation progressive à la démographie

Le système de retraite français a été mis en place en 1945, sur la base d'une solidarité entre les générations, les actifs payant les pensions des retraités. Ce principe de retraite par répartition a bien fonctionné jusqu'à la fin des trente glorieuses, réduisant l'extrême pauvreté des personnes âgées. Mais il a commencé à montrer des signes de faiblesse au début des années 80, à cause de l'évolution démographique. Le ralentissement de la natalité mais surtout l'allongement de l'espérance de vie ont entraîné un lent déséquilibre du système.

Par ailleurs, le système s'est très rapidement complexifié pour s'adapter aux nombreuses spécificités de la société française. Les fonctionnaires ainsi que certaines professions particulières (mineurs, cheminots,...) ont demandé à conserver leur système de retraite d'avant-guerre, plus favorable que le régime général. Puis en 1947, est apparu le régime complémentaire pour les cadres, devenu l'AGIRC, qui sera suivi à partir de 1957 d'une complémentaire pour les non-cadres, future ARRCO.

#### Répartition de la population par tranche d'âge :

	1945	1980	2016
<b>Plus de 65 ans</b>	<b>11 %</b>	<b>14 %</b>	<b>19 %</b>
20-65 ans	59 %	55 %	57 %
Moins de 20 ans	30 %	31 %	24 %

Source : INSEE.

**Ainsi la proportion des Français de plus de 65 ans dans la population totale a quasiment doublé de 1945 à 2016.**

Même si la France est toujours bien placée en Europe en matière de natalité, les taux s'effritent année après année : le nombre moyen d'enfants par femme, qui était de 2,85 en 1960 est aujourd'hui tombé à 2,01.

#### Nombre de personnes de 20-59 ans par rapport aux plus de 60 ans :

<b>1990</b>	<b>2,7</b>
<b>2015</b>	<b>2</b>
<b>2060</b>	<b>1,2 à 1,7 selon les hypothèses</b>

Source : COR / Rapport annuel, juin 2016.

Depuis le premier livre blanc sur la retraite de 1991 remis au Premier Ministre de l'époque, Michel Rocard, les réformes se sont succédées pour combler les déficits en modifiant les paramètres de calcul des pensions.

La première véritable réforme des retraites intervient deux ans plus tard, en juillet 1993. Elle est mise en œuvre par le **gouvernement d'Edouard Balladur**, alors que la Caisse Nationale d'Assurance-Vieillesse (CNAV) affiche un déficit de 40 milliards de francs. Trois paramètres sont modifiés pour réduire les déficits structurels du système :

1. l'allongement de la durée de cotisation de 37,5 à 40 ans,
2. le mode de calcul de la pension au moment du départ en retraite fondé sur les 25 meilleures années de salaire au lieu de 10,
3. l'indexation sur l'inflation et non plus les salaires.

Les deux premières mesures concernent la population active tandis que la dernière touche aussi les personnes déjà retraitées. Selon une étude publiée en 2009 par la CNAV, le déficit de 5,6 milliards d'euros constaté en 2008 se serait monté à 30 milliards sans la réforme de 1993.

La **seconde réforme d'ampleur** est celle de **François Fillon**, alors ministre du Travail, en 2003. Son article premier réaffirme le principe fondateur : *“la Nation réaffirme solennellement le choix de la retraite par répartition au cœur du pacte social qui unit les générations”*.

Les aménagements se font en conservant le cadre mais en ajustant les variables pour s'adapter aux évolutions démographiques :

- alignement de la durée de cotisation des fonctionnaires sur celle des salariés du privé à 40 années ;
- programmation de l'allongement de la durée de cotisation pour tous au-delà de 40 ans : elle est portée à 41 ans (164 trimestres) en 2012 et rendez-vous tous les 4 ans pour examiner l'opportunité d'allonger encore la durée de cotisation, en fonction de l'évolution de l'espérance de vie.

Pour la première fois, la loi consacre une partie de la réforme au renforcement de l'épargne retraite. Elle crée en effet le PERP (Plan d'Épargne Retraite Populaire), plan individuel, et le PERCO (Plan d'Épargne Retraite Collectif), plan d'entreprise. Ils sont conçus comme des compléments au régime par répartition sur une base volontaire.

Plus récemment, les réformes **Woerth** de 2010 et **Ayrault** de 2014 ont à nouveau durci les conditions pour percevoir une retraite à taux plein. La première a augmenté l'âge légal minimum de départ à la retraite de 60 à 62 ans et réformé les régimes spéciaux de retraite. La seconde a allongé la durée de cotisation nécessaire pour bénéficier d'une retraite à taux plein, qui passera progressivement à 43 ans d'ici 2035, et a introduit le compte-pénibilité.

Enfin, les régimes de retraite complémentaire qui sont gérés par les partenaires sociaux et qui ne dépendent donc pas de l'État, ont été renégociés suite au rapport alarmant de la Cour des Comptes de 2014 qui préconisait des “mesures d'urgence”. L'accord du 30 octobre 2015 comprend :

- un décalage de la date de revalorisation annuelle des pensions du 1<sup>er</sup> avril au 1<sup>er</sup> novembre ;
- une moindre revalorisation des pensions pendant trois ans ;
- une augmentation du prix d'achat du point qui induit une diminution du rendement des régimes des futurs retraités ;
- à partir de 2019, la mise en place d'un système de bonus-malus pour inciter les salariés à travailler jusqu'à 63 ans.

En conclusion, les Français bénéficient jusqu'à présent d'un niveau de retraite (par rapport aux actifs) parmi les plus élevés au monde. Mais l'évolution démographique pèse sur l'équilibre du système.

Les différentes réformes ont consolidé le système par répartition en réduisant progressivement le niveau des prestations (réforme de 1994) et en durcissant ses conditions (allongement de la durée de cotisation et reports de l'âge minimum). Elles entraînent une baisse du taux de remplacement (le rapport entre le montant de la retraite et celui du dernier revenu d'activité perçu) et un allongement de la durée de la vie active nécessaire pour percevoir une retraite la plus élevée possible.

Ces évolutions rendent d'autant plus souhaitable le développement de l'épargne retraite qui, sur une base volontaire, peut permettre aux Français de se constituer un supplément de retraite, soit pour maintenir leur niveau de vie à l'âge légal de départ, soit pour gagner en flexibilité sur leur date de départ.

## **b. L'épargne-retraite occupe aujourd'hui une place minime en France**

Beaucoup de Français n'ont pas encore pris conscience des changements démographiques et restent encore persuadés qu'ils percevront une retraite équivalente à celle de leurs parents et grands-parents. D'autres, en particulier les jeunes, pensent au contraire qu'ils ne percevront pas de retraite. Aucune de ces affirmations n'est bien entendu exacte.

Malgré les efforts d'information voulus par les gouvernements depuis la loi Fillon, le plus grand flou demeure en réalité pour les Français sur leur futur niveau de retraite. L'empilement des régimes (retraite de base, ARRCO et AGIRC) rend difficilement lisible l'information adressée aux futurs retraités.

Les Français ne disposent pas des éléments qui leur permettraient de prendre les bonnes décisions pour compléter leur retraite.

À côté du système de retraite obligatoire, les épargnants français peuvent choisir de se constituer une retraite supplémentaire, comme il est précisé à l'article 107 de la loi du 21 août 2003 sur les retraites :

*« En complément des régimes de retraite obligatoires par répartition, toute personne a accès, à titre privé ou dans le cadre de son activité professionnelle, à un ou plusieurs produits d'épargne réservés à la retraite, dans des conditions de sécurité financière et d'égalité devant l'impôt. »*

L'article 107 de la loi du 9 novembre 2010 définit par ailleurs clairement l'épargne retraite :

*« L'épargne retraite, qui vise à compléter les pensions dues au titre des régimes de retraite par répartition légalement obligatoires, permet de disposer, à partir du départ à la retraite, de ressources provenant d'une épargne constituée individuellement ou collectivement à partir de versements sur une base volontaire ou obligatoire réalisés à titre privé ou lors de l'activité professionnelle. »*

Il existe en effet différents dispositifs accessibles, que ce soit à titre personnel (Section 1) ou, si l'entreprise le permet, à titre professionnel (Section 2). En 2013, près de 11 millions de personnes (soit près d'un actif sur quatre) avaient ainsi souscrit à un ou plusieurs produits d'épargne retraite, ce qui est significatif mais encore très insuffisant.

## Les produits d'épargne retraite en France :

	Sortie en rente obligatoire Assurance retraite	Sortie en capital optionnelle Épargne retraite
Produits individuels	PERP (+ Madelin et Préfon)	-
Produits d'entreprise	"ARTICLE 83" et "ARTICLE 39"	PERCO

### Section 1. Les produits individuels, souscrits dans un cadre personnel

#### 1) Le PERP

Créés par la loi Fillon de 2003, les Plans d'Épargne Retraite Populaire sont des contrats d'assurance ouverts à tous. Le PERP peut être souscrit à tout âge, avec des versements libres ou programmés. Les sommes épargnées sont bloquées jusqu'à la retraite et affectées au choix du souscripteur sur des fonds en euros ou des unités de compte, comme pour l'assurance-vie classique. Lorsque le souscripteur a fait le choix des unités de compte, à l'approche de l'âge de départ à la retraite, ses droits sont progressivement transférés vers des supports "sécurisés", sauf choix contraire. Ils seront ensuite obligatoirement reversés sous forme d'une rente viagère, pendant la retraite. Depuis 2011, les souscripteurs peuvent recevoir 20 % du montant du PERP en capital au moment du départ en retraite.

Le PERP bénéficie d'un régime fiscal très avantageux : les sommes versées sont exclues de la base imposable à l'impôt sur le revenu dans la limite de 10 % des revenus d'activité professionnelle et de 8 fois le plafond annuel de la Sécurité sociale (PASS) de l'année précédente (30 400 € pour 2016). La rente viagère est quant à elle soumise à l'impôt sur le revenu, dans la catégorie des pensions de retraite (c'est-à-dire après un abattement de 10 %).

Si l'intérêt des Français a été très fort lors du lancement du PERP en 2003, celui-ci s'est ensuite nettement réduit en raison des contraintes du produit : une épargne bloquée jusqu'à la retraite<sup>1</sup> et une sortie en rente viagère obligatoire.

D'après les derniers chiffres de la Fédération Française de l'Assurance (FFA), il y avait 2,3 millions de PERP à fin 2015, pour un encours total de 14 milliards d'euros.

#### 2) La Préfon

Le régime Préfon-retraite est réservé aux agents du service public (y compris les contractuels). L'association Préfon a été créée en 1964 par quatre syndicats de fonctionnaires (CFDT, CFTC, CGC, FO) et une association de hauts fonctionnaires (le CEL, Comité d'Études et de Liaisons).

Comme le PERP, la Préfon délivre une rente viagère à la retraite avec la possibilité de sortie en capital à hauteur de 20 %. Le régime fiscal est le même que celui du PERP.

La gestion du régime est confiée à un groupe de quatre assureurs : CNP, Allianz, Axa et Groupama.

Les réserves sont investies à plus de 80 % en obligations. Les 20 % restants se partagent entre actions et actifs immobiliers.

Le régime Préfon compte aujourd'hui environ 400 000 adhérents (soit environ 10 % de la population éligible) pour un encours de 16 milliards d'euros.

<sup>(1)</sup> Sauf quelques rares exceptions : achat de la première résidence principale, invalidité, décès du conjoint, surendettement,....).



### 3) Les autres produits, non dédiés à la retraite

Si le PERP et la Préfon sont des produits d'épargne dédiés à la retraite, les Français utilisent d'autres produits d'épargne plus classiques pour préparer leur retraite :

- **L'assurance-vie**

À elle seule, l'assurance-vie représente 1 600 milliards d'euros, soit plus de 50 fois les encours cumulés du PERP et de la Préfon. Elle est très souple :

- chacun peut ouvrir autant de contrats qu'il le désire,
- pas de plafond de versement, contrairement aux livrets réglementés ou au PEA,
- pas de contrainte sur la nature des investissements (fonds en euros, actions, obligations, produits monétaires, immobilier), ni de contrainte géographique (investissements dans le monde entier),
- l'épargne reste disponible à tout moment (avances ou retraits).

L'assurance-vie bénéficie d'un régime fiscal privilégié : huit ans après l'ouverture du contrat, les plus-values sont exonérées d'impôt<sup>2</sup> (mais sont soumises aux prélèvements sociaux) et en cas de transmission, le capital est exonéré de droits de succession à certaines conditions.

Le fonds en euros représente plus des trois quarts de l'encours total des contrats, le reste est constitué d'unités de compte. Ce produit est typiquement français, il n'existe pas d'équivalent dans les autres pays. Depuis plusieurs années, la chute des taux d'intérêt réduit progressivement le rendement du fonds en euros et les distributeurs poussent de plus en plus leurs clients à diversifier les sommes investies vers les unités de compte.

- **Le PEA**

Le Plan d'Épargne en Actions (PEA) a été créé en 1992 pour inciter les épargnants à investir en actions françaises, en direct ou à travers de fonds (Organismes de Placement Collectifs – OPC).

Ce produit est moins souple que l'assurance-vie car :

- chaque personne ne peut ouvrir qu'un seul PEA,
- les versements sont plafonnés à 150 000 euros sur la durée de vie du plan ;
- l'univers d'investissement est limité aux actions européennes,
- les retraits anticipés avant 5 ans entraînent la clôture du plan.

Le PEA bénéficie d'un cadre fiscal attractif : les plus-values ne sont soumises qu'aux prélèvements sociaux dès les 5 ans du plan.

En 2014, le PEA-PME a été créé pour inciter les épargnants à investir dans les PME européennes. Il fonctionne comme un PEA classique mais les versements sont plafonnés à 75 000 euros et seules sont éligibles les PME et les Entreprises de Taille Intermédiaires (ETI), ainsi que les fonds détenant au moins 75 % de titres éligibles.

À fin juin 2016, il y avait 4,5 millions de PEA ouverts, et un peu moins de 60 000 PEA-PME. Le faible succès du PEA-PME jusqu'à présent peut s'expliquer par le fait que la grande majorité des PEA n'était pas au plafond. Les épargnants préfèrent utiliser cette enveloppe au maximum avant d'en ouvrir une autre aux conditions plus restrictives.

---

<sup>(2)</sup> Après huit ans, les plus-values sont totalement exonérées d'impôt sur le revenu dans la limite d'un plafond annuel de 4 600 euros. Au-delà de ce plafond, elles sont soumises à un prélèvement forfaitaire de 7,5 %.

## Section 2. Les produits d'entreprise, souscrits dans un cadre professionnel

Les produits d'épargne retraite sont aujourd'hui majoritairement des dispositifs souscrits à travers l'entreprise. D'après les statistiques de la Drees (Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques du ministère des affaires sociales), plus de 6 millions de salariés disposent au sein de leur entreprise d'un régime d'épargne retraite.

### 1) Le PERCO

Dernier né des produits de retraite d'entreprise, le PERCO (Plan d'épargne retraite collectif) a été créé en 2003. Il est ouvert à tous les salariés de l'entreprise sans exception. Son adhésion est facultative pour les salariés. Chaque salarié dispose d'un compte qui peut être alimenté par :

- les versements volontaires du salarié,
- l'intéressement et la participation versés par l'entreprise,
- l'abondement de l'entreprise (facultatif) soumis à un double plafond : trois fois les versements du salarié et 16 % du plafond annuel de la Sécurité sociale.

L'épargne est bloquée jusqu'à la retraite avec quelques exceptions (décès, invalidité, fin de droit d'assurance chômage, surendettement, résidence principale) et la sortie se fait, au choix du salarié, en capital ou en rente.

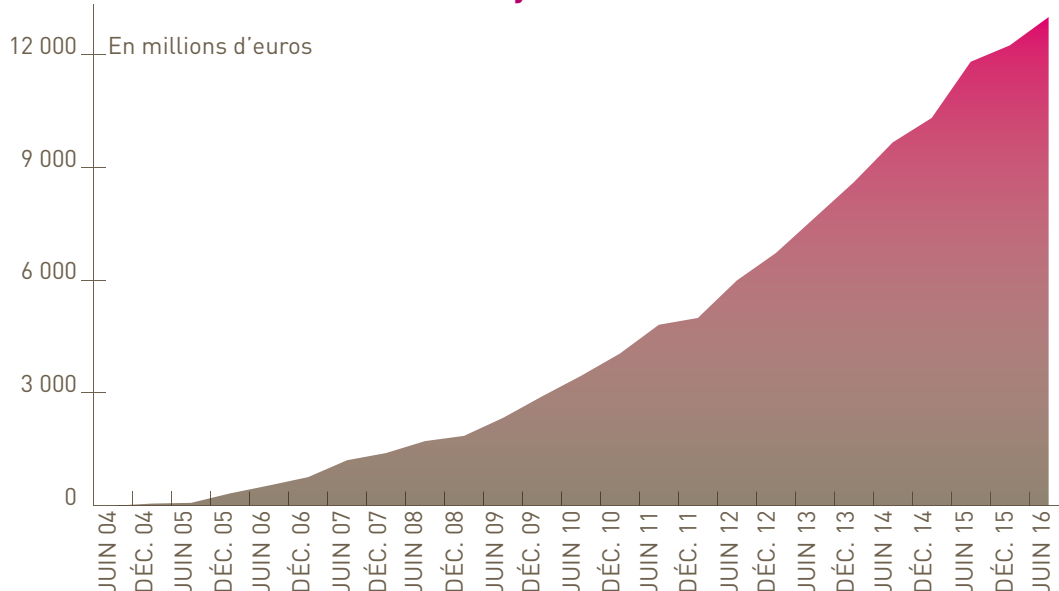
Les salariés ont le choix entre une gestion libre et une gestion pilotée. Ils sont désormais orientés automatiquement vers la gestion pilotée, avec une désensibilisation progressive du risque à l'approche de la retraite. Ce mode de gestion permet de capter les rendements plus élevés des actions sur le long terme. Les sommes sont investies dans des Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE), dont le conseil de surveillance est composé pour moitié au moins de représentants des épargnants salariés.

Plus du tiers des encours est placé avec une approche ISR (Investissement Socialement Responsable). Les actions représentent environ 30 % des placements et cette part devrait croître grâce au renforcement de la gestion pilotée.

Les PERCO connaissent une croissance forte (chiffres au 30 juin 2016) :

- 13 milliards d'euros d'encours (+ 10 % sur un an) ;
- 2,2 millions d'adhérents (+ 10 % sur un an) ;
- 212 000 entreprises équipées (+ 8 % sur un an).

### Encours des PERCO : 13 milliards d'euros à fin juin 2016



Sources : AFG.

## 2) Le contrat “Article 83”

C'est un contrat d'assurance-vie collectif souscrit par l'entreprise et ouvert à tous les salariés ou à une catégorie objective de salariés (ex. cadres), selon le choix de l'entreprise. Il est obligatoire pour les salariés concernés. Ce contrat est dit “à cotisations définies” car le taux de cotisation (par exemple un pourcentage du salaire) est déterminé au moment de sa souscription. Le versement des cotisations peut être soit entièrement à la charge de l'entreprise, soit partagé entre l'entreprise et le salarié, en fonction des accords d'entreprise. De plus, des versements complémentaires facultatifs peuvent aussi être effectués par le salarié.

Les cotisations obligatoires versées par l'employeur et le salarié sont exonérées d'impôt sur le revenu dans la limite de 8 % de la rémunération annuelle brute, et ce, dans la limite maximale de 8 fois le plafond annuel de la Sécurité sociale (Pass). Les versements volontaires des salariés suivent le régime fiscal du PERP.

À partir de son départ en retraite, le salarié perçoit une rente viagère qu'il soit présent ou non dans l'entreprise à cette date. Cette rente est imposable, après un abattement de 10 %, et soumise à 8,1 % de prélèvements sociaux.

Les encours des contrats “Article 83” atteignent 57 milliards à fin 2014. Ils couvrent 3,6 millions de salariés environ (source DREES).

## 3) Le contrat “Article 39” (appelés aussi “retraite chapeau”)

Les contrats “Articles 39” sont des contrats d'assurance à prestations définies, ce qui signifie que le niveau de la rente qui sera versée pendant la retraite est déterminé au moment de la souscription du contrat.

Autre différence de taille avec le contrat “Article 83”, les cotisations de l’“Article 39” sont versées uniquement par l'entreprise. Enfin, il existe deux catégories de contrats : un régime additionnel, qui garantit un revenu égal à un pourcentage du salaire de fin de carrière, ou un régime différentiel, qui garantit un niveau de retraite global en intégrant tous les éléments de retraite du salarié.

Comme les “Articles 83”, les “Articles 39” peuvent bénéficier à l'ensemble des salariés d'une entreprise ou être réservés à une catégorie (cadres ou dirigeants).

La répartition des encours des “Articles 39 et 83” est assez proche de celle de l'assurance-vie classique : les supports en unités de compte représentent 23 % de l'ensemble contre 77 % pour les fonds en euros.

## 4) Le contrat Madelin

Réservés aux travailleurs indépendants, aussi appelés travailleurs non-salariés (TNS), les contrats Madelin ont un fonctionnement proche du PERP. Ils sont souscrits dans le cadre professionnel au bénéfice individuel des travailleurs indépendants et de leurs conjoints. Les cotisations sociales des TNS sont moins élevées que celles des salariés, mais en contrepartie leur couverture est moins étendue, notamment pour la retraite. Alain Madelin, ministre de l'Artisanat et des PME du gouvernement Balladur, a voulu y remédier à travers la loi du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle.

Les professions libérales peuvent déduire de leur bénéfice le montant des cotisations au titre de la santé, de la retraite et de la prévoyance, ce qui leur permet d'alléger leurs impôts tout en épargnant pour leur retraite.

Si les TNS n'ont pas été séduits tout de suite par ce dispositif retraite, à cause des contraintes imposées (une sortie en rente obligatoire et un minimum de versement annuel fixé à l'avance), ils ont été convaincus au fil du temps : l'enquête annuelle publiée par la DREES en 2016 recense 1,3 million de contrats, c'est-à-dire près d'un TNS sur deux.

## Chapitre 2. Comparaison avec d'autres systèmes européens et internationaux

### a. L'Allemagne

L'Allemagne est un des pays les moins dynamiques d'Europe sur le plan démographique. D'après les prévisions de l'OCDE, la population devrait baisser de 12 % entre 2010 et 2050, tandis qu'en France elle augmenterait de 15 % sur la même période.

L'Allemagne a en conséquence pris très tôt des mesures drastiques pour réformer son système de retraite.

Après la seconde guerre mondiale, elle a mis en place un système de retraite par répartition proche du système français, avec un régime de base qui représente une forte proportion des revenus des retraités allemands.

Pour compenser l'allongement de la durée de vie, l'âge de départ à la retraite a été retardé une première fois à la fin des années 80 à 65 ans, et il sera porté à 67 ans à partir de 2029. Le régime général couvre plus de 90 % de la population, et il n'existe que trois régimes particuliers : les fonctionnaires, les professions libérales et les agriculteurs.

En 2001, le gouvernement de Gerhard Schröder a introduit une part de capitalisation dans le système de retraite, pour compenser la réduction des pensions versées par l'État.

Pour ce faire, il a relancé les plans d'épargne entreprise qui existaient depuis longtemps en Allemagne mais étaient en perte de vitesse depuis les années 70. Il a généralisé la possibilité pour les salariés de placer une partie de leur rémunération sur un dispositif de retraite d'entreprise assorti d'avantages fiscaux. En revanche, les entreprises sont seulement tenues de permettre aux salariés d'accéder à un dispositif, mais pas de l'abonder elles-mêmes. Aujourd'hui, plus de 10 millions de salariés disposent d'un plan d'épargne retraite entreprise.

**Une réforme est actuellement en cours pour inciter les employeurs à renforcer les dispositifs offerts à leurs salariés. Les dispositifs seront assouplis : l'obligation de garantir le capital disparaîtrait. Par ailleurs, le plafond de cotisations de l'employeur serait relevé.**

La réforme a aussi créé un nouveau produit individuel d'épargne retraite, le plan Riester, du nom de Walter Riester, Ministre du Travail de Gerhard Schröder et inspirateur du projet. Ces plans peuvent être souscrits par tous les résidents fiscaux allemands et bénéficient d'une prime supplémentaire versée par l'État ou d'une déduction fiscale. Les autorités fiscales appliquent la disposition la plus avantageuse pour le souscripteur.

La prime atteint 154 € par personne plus 300 € par enfant ("Kinderzulage").

Les sommes sont bloquées jusqu'à la retraite. Les contrats prévoient une sortie en rente pour 70 % du capital accumulé. Depuis 2008, les plans Riester peuvent aussi servir à l'acquisition d'un bien immobilier.

La réforme Riester a connu un démarrage très lent (3 à 4 fois moins de contrats que prévu), lié à la rigidité du cahier des charges imposé aux prestataires. En 2004, ces conditions ont été assouplies (sortie partielle en capital possible) et la fiscalité a été rééquilibrée ce qui a permis un redémarrage.

Depuis leur lancement il y a 15 ans, les plans Riester ont été souscrits par près de 16 millions de personnes, soit près d'un tiers de la population active. Le coût global du dispositif est de l'ordre de 4 milliards d'euros par an (1,1 milliard d'euros du fait des montants déduits du revenu imposable et 2,7 milliards d'euros par an d'aide directe). Les montants investis s'élevaient à 48 milliards d'euros fin 2013.

Depuis quelques années, les plans Riester doivent surmonter une nouvelle difficulté : du fait de la faiblesse persistante des taux d'intérêt, le taux garanti servi par les prestataires a été abaissé à 1,25 % dont une grande partie est absorbée par les frais de gestion des contrats.

## **b. Le Royaume-Uni**

Le Royaume-Uni a vu son régime évoluer fortement au cours des 30 dernières années. Dès les années 70, le pays avait introduit la retraite par capitalisation dans son système général. Mais c'est le gouvernement de Margaret Thatcher qui l'a généralisée dans les années 80 pour accompagner la réduction de la contribution de l'État au système des retraites.

L'objectif de réduire le poids des prestations retraite dans les comptes publics (pour cause d'endettement de l'État trop élevé) a été atteint et son effet se prolonge encore aujourd'hui, puisque la part de dépenses publiques liées aux retraites ne pèse que 5,6 % du PIB britannique (contre 7,9 % en moyenne dans les pays de l'OCDE et 14 % en France).

En 2014-15, le niveau de la pension publique de base à taux plein pour une personne était de 113 £ par semaine (soit 5 900 £ par an). Cette pension est complétée par une retraite complémentaire publique, calculée à partir du salaire (et des cotisations) du retraité lorsqu'il était en activité. Le taux de remplacement pour le salaire médian est d'environ 48 %.

En octobre 2012, les pouvoirs publics ont instauré la généralisation des fonds de pension d'entreprise : tous les employeurs (publics et privés) ont désormais l'obligation légale d'offrir un plan d'entreprise à leurs salariés et ceux-ci en bénéficient automatiquement ("*auto-enrollment*"). Les cotisations minimum se monteront à 8 % par an à compter de 2018 contre 5 % actuellement.

Au moment du départ en retraite, le salarié pourra choisir entre une sortie en rente classique ou le versement de l'intégralité du capital en une fois ou plusieurs fois.

Pour faciliter la mise en œuvre dans les petites entreprises, le gouvernement a mis en place son propre fonds de pension, le National Employment Savings Trust (NEST).

Grâce à l'*auto-enrollment*, le nombre de salariés bénéficiaires a aussitôt augmenté et atteint les 50 % de la population en avril 2013, soit sa première augmentation depuis 2006. À fin août 2014, 28 000 employeurs avaient rempli les conditions d'adhésion et intégré automatiquement 4,4 millions de salariés.

## **c. L'Italie**

Le système italien de retraite est basé sur la répartition mais le gouvernement a aussi encouragé l'épargne retraite.

Face aux déséquilibres du régime par répartition dus au vieillissement de la population, une réforme systémique a été initiée en 1995 pour faire évoluer le système de retraite par répartition classique vers un système de "comptes notionnels".

Les cotisations acquittées chaque année par le futur retraité créditent son compte et augmentent le montant de capital qui servira de base de calcul à sa pension. Le capital est dit "virtuel" parce que le régime fonctionne en répartition et non en capitalisation. Le compte ne sert que d'intermédiaire de calcul. Il est revalorisé chaque année selon le taux de progression du PIB.

Le montant de la pension dépend du capital virtuel accumulé auquel est appliqué un coefficient de conversion dont la valeur dépend de l'âge effectif de départ à la retraite et de l'espérance de vie à cet âge.

L'intérêt des comptes notionnels est une grande transparence sur les droits accumulés qui permet d'anticiper le montant de retraite qui sera servi.

Les gouvernements qui se sont succédés depuis le début des années 2000 ont continué les réformes : l'âge de départ à la retraite a été relevé progressivement depuis 2011 et sera fixé à 67 ans en 2019.

Enfin, pour encourager l'épargne retraite en complément des régimes par répartition, l'indemnité de fin de carrière est automatiquement placée depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007 dans un fonds de pension, sauf refus explicite du salarié.

Aujourd'hui, 16 % de la population en âge de travailler est couverte par un plan de retraite complémentaire.

#### **d. Le Danemark**

Les pays scandinaves ont très tôt pris conscience de la question du financement des retraites et cherché à l'assurer sur le long terme.

La Suède a par exemple su mettre en place un régime de comptes notionnels dans les années 90, donnant une meilleure visibilité aux Suédois sur le niveau de leur future retraite.

De son côté, le Danemark a obtenu la première place du Melbourne Mercer Global Pensions Index quatre années de suite. Ce classement, mis en place en 2009 par Mercer, une société de conseil en ressources humaines, et par le centre australien des études financières, mesure chaque année la solidité du système des retraites (publiques et privées) des 25 pays les plus avancés de la planète sur la base d'une cinquantaine de critères évaluant la robustesse, la soutenabilité et la gouvernance des systèmes de retraite.

Historiquement, ce pays de 6 millions d'habitants est un des premiers à avoir "mêlé" les modèles de retraite beveridgien (un système de retraite universelle principalement financé par l'impôt) et bismarckien (basé et calculé sur les cotisations de chacun pendant sa vie active).

Son système repose sur plusieurs piliers :

- un minimum vieillesse, versé à tous les Danois et les étrangers ayant résidé plus de 10 ans dans le pays (dont les 5 années précédant la retraite), d'environ 71 000 couronnes (9 530 euros) par an ;
- une pension complémentaire nationale "du marché du travail" (*Arbejdsmarkedets Tillægspension* ou ATP), versé par un fonds de pension public créé en 1964 et qui couvre désormais 90 % de la population danoise ; cependant, le montant annuel versé aux retraités reste assez faible ;
- depuis les années 90, des retraites complémentaires professionnelles obligatoires qui ont joué un rôle décisif en termes de solidité. Elles ont été introduites par conventions collectives dans les entreprises, qui peuvent choisir entre adhérer à un fonds de pension ou contribuer directement aux plans d'épargne individuels de leurs employés.

Aujourd'hui, les encours des fonds de pension et plans de retraite représentent au total près de 150 % du PIB danois, un des taux les plus élevés au monde.

#### **e. Les États-Unis**

Si la Sécurité sociale ou OASDI (*Old Age, Survivors, Disability Insurance*) est globalement la première source de revenus pour les retraités américains, la part des plans d'entreprise par capitalisation est supérieure à celle du régime obligatoire pour près du quart des retraités.

La retraite est le principal poste de dépense du gouvernement fédéral (751 milliards de dollars en 2015) et fonctionne par répartition. Mais ce premier pilier américain n'assure qu'un taux de remplacement inférieur à 40 % du salaire moyen (même s'il est plus élevé pour les bas salaires).

Il doit donc être complété par d'autres sources de revenus pour assurer un niveau de vie satisfaisant aux retraités américains.

Ceux-ci peuvent donc compter sur :

- des régimes de retraite professionnels, si l'entreprise en a mis en place ; le plus connu est le 401-k qui compte plus de 50 millions de souscripteurs ; son fonctionnement est assez proche de celui du PERCO français qui est toutefois plus protecteur ;
- des régimes de retraite individuels (les *Individual Retirement Arrangements* ou IRA, souscrits par plus de 25 millions d'Américains.

D'après les chiffres de l'Investment Company Institute, 60 % des ménages américains possédaient un plan d'épargne-retraite, professionnel ou individuel, pour un encours total de 13 900 milliards de dollars au 31 décembre 2015.

## Partie 2. Les conséquences économiques pour l'épargnant et pour la croissance

### Chapitre 1. Les besoins non pourvus pour l'épargnant-retraité

C'est un fait, les Français manquent d'éducation financière et n'arrivent pas à se projeter pour anticiper leurs besoins de ressources une fois en retraite, ni à déterminer comment constituer le capital nécessaire.

Le niveau de vie des retraités, comparé à celui du reste de la population, va se dégrader sensiblement. Cette évolution n'est pas encore ressentie par les Français car, jusque pour la génération née en 1940, le niveau des retraites a progressé, grâce notamment à la généralisation des retraites complémentaires (AGIRC et ARRCO). La situation globale des retraités s'est donc améliorée par rapport à l'ensemble de la population.

Toutefois, cette tendance va s'inverser. Ainsi, le Conseil d'Orientation des Retraites (COR) compare l'évolution du niveau de vie des retraités par rapport à celui de la population globale dans son rapport de juin 2016 : « Selon les scénarios économiques, le niveau de vie relatif des retraités s'établirait entre 82,9 % et 96,8 % en 2040 et entre 74,0 % et 94,1 % en 2060, contre 105,4 % en 2013 ».

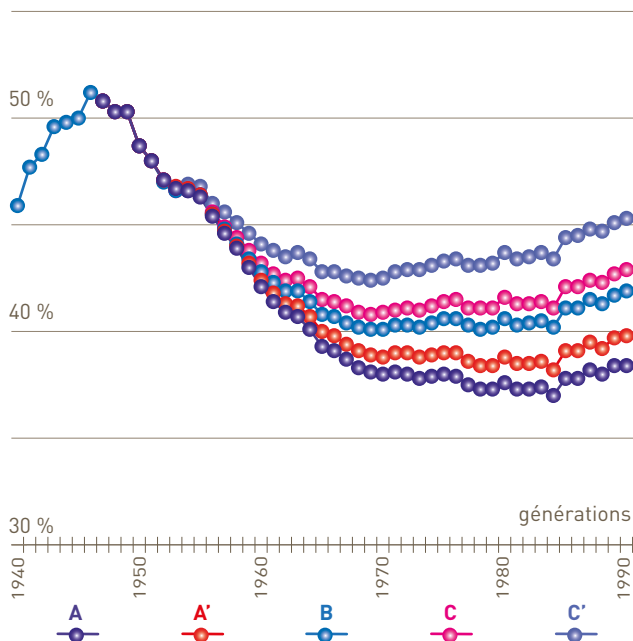
Les retraités ont aujourd'hui en moyenne un niveau de vie légèrement supérieur aux actifs. Dans 20 ans, ils auront un niveau de vie relatif inférieur de 10 à 20% par rapport à aujourd'hui.

Cette inversion de tendance s'observe également dans l'évolution du taux de remplacement, défini comme le revenu procuré par les régimes obligatoires par rapport au dernier salaire au moment de la retraite, va sensiblement baisser dans les années qui viennent.

#### Pension moyenne relative à 68 ans et taux de remplacement net à la liquidation

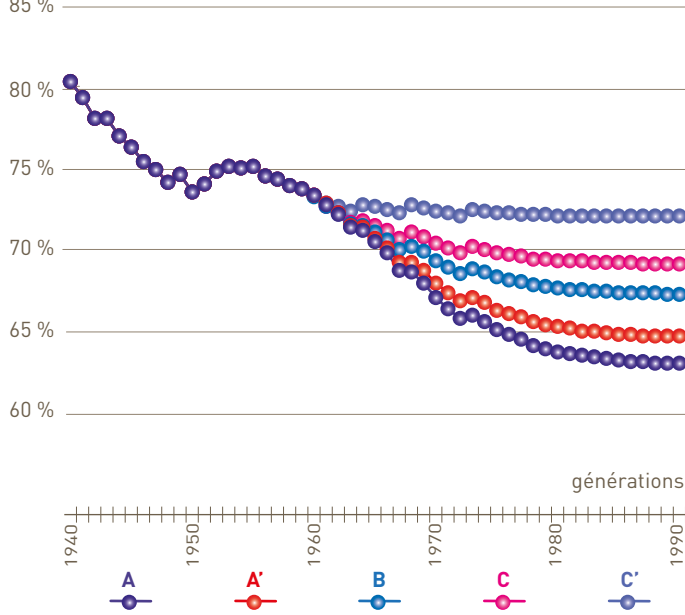
Moyennes par génération :  
**pension brute à 68 ans  
relative au salaire moyen dans l'économie**

En % du SMPT (à 68 ans)



Cas type de salarié non-cadre à carrière complète :  
**taux de remplacement net à la liquidation** (départ à la retraite au taux plein sans décote ni surcote)

En % du dernier salaire net.



Source : COR, juin 2015.



## **a. La difficulté d'anticiper les besoins à couvrir au moment de la retraite**

Personne ne connaît à l'avance le montant de sa retraite.

Tout d'abord parce que les systèmes de calcul diffèrent selon le statut social de chacun (fonctionnaires, salariés du secteur privé, travailleurs indépendants, régimes spéciaux). Ensuite, parce que les travailleurs cotisent souvent à différents systèmes : le régime général, et une ou plusieurs caisses complémentaires.

**Pour aider les Français à anticiper leurs revenus lorsqu'ils seront à la retraite, la réforme Fillon de 2003 a instauré dans son article 10 un droit à l'information sur la retraite.**

Dans ce cadre, chaque personne ayant des droits à la retraite reçoit désormais des documents informatifs au cours de sa carrière : des relevés individuels de situation (envoyés tous les 5 ans à partir des 35 ans du travailleur) et des Estimations Indicatives Globales (EIG) du montant de la pension de retraite (transmises à partir de 55 ans). Le dispositif a été renforcé en 2010 avec l'envoi supplémentaire d'une information générale sur la retraite à ceux qui démarrent dans la vie active ainsi que la possibilité, pour ceux qui le souhaitent, d'obtenir à partir de 45 ans un entretien personnalisé. Enfin, en 2017 a été instaurée la possibilité d'ouvrir un compte individuel de retraite en ligne donnant accès aux assurés à leurs informations retraite à tout moment, quel que soit leur régime d'affiliation.

**L'information aujourd'hui disponible sur le relevé individuel de situation ne suffit pas à donner aux Français une vision claire de leur retraite :**

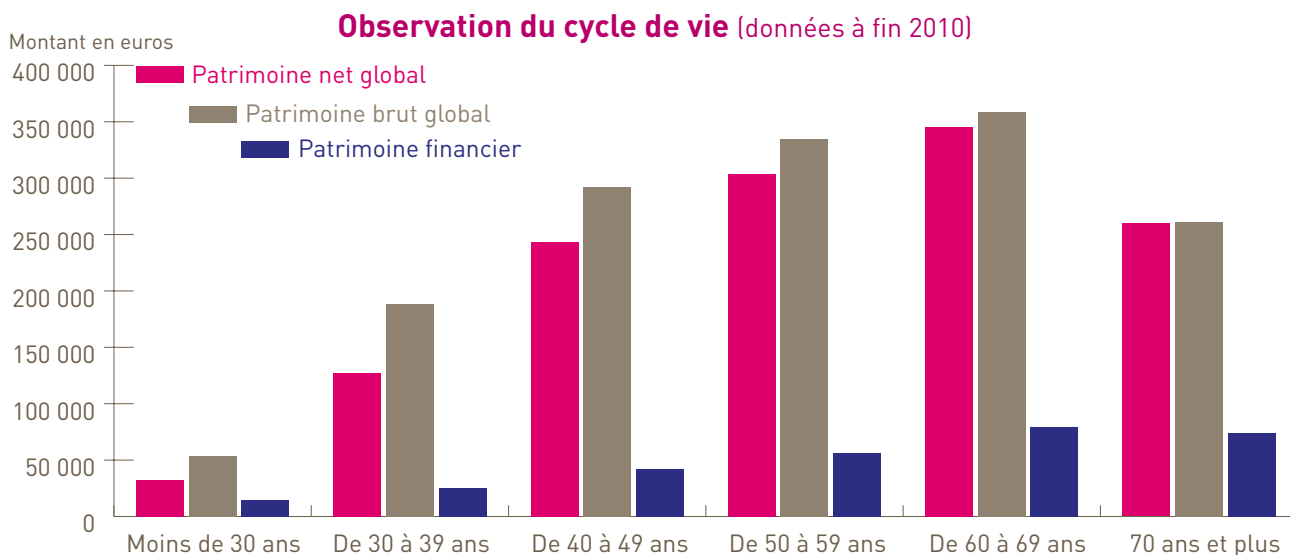
- il fait un état des lieux des droits acquis mais ceux-ci ne sont pas homogènes (annuités pour le système de base, points pour les retraites complémentaires) ;
- il ne traduit pas en euros les droits acquis et les paramètres sont trop compliqués pour permettre de faire soi-même les calculs ;
- il ne donne pas d'estimation des droits futurs au moment de la retraite mais n'est qu'une photographie à une date donnée des droits acquis (l'EIG donnée à 55 ans arrive trop tard) ;
- les paramètres sont mal connus. Qui sait par exemple que, pour l'ARRCO et l'AGIRC, les "taux appelés" sont majorés de 25 % par rapport aux taux contractuels (soit un taux d'appel de 125 %) ? En pratique, seules les cotisations au taux contractuel génèrent des points retraite, les 25 % supplémentaires permettant de couvrir les besoins en financement du régime ;
- la valeur des droits acquis est fluctuante et peu transparente puisqu'elle dépend d'une valeur des points qui évoluera dans le futur selon des paramètres inconnus à l'avance.

Malgré cet effort d'information préalable, les Français restent donc très méfiants car les règles de départ en retraite ont été modifiées à chaque réforme depuis 1993 : recul de l'âge de départ, augmentation des cotisations et réduction des pensions... Les réformes s'enchaînent et les travailleurs ont le sentiment que le décalage progressif de l'âge de départ à la retraite va devoir encore s'accroître. D'après un sondage Ifop-Cecop réalisé en avril 2016 pour l'association le Cercle de l'Épargne, une large majorité des Français interrogés pense même que le système de retraite fera faillite d'ici 10 ans, que ce soit les régimes complémentaires (74 %), le régime général (72 %) ou même le régime de la fonction publique (54 %).

Il y a un deuxième facteur d'incertitude pour les épargnants, lié à l'allongement de la durée de vie. Combien de temps durera leur retraite ? Combien cela leur coûtera-t-il, notamment en cas de dépendance en fin de vie, ce qui risque d'arriver de plus en plus souvent ? Et cette dépendance entraînera-t-elle des coûts supplémentaires importants : besoin de matériels, de personnels, voire transfert en maisons de retraite spécialisées, plus chères que les maisons classiques ? Les assureurs et bancassureurs proposent depuis plusieurs années des produits spécifiques pour couvrir ce risque, mais les souscriptions restent pour l'instant très modestes. Certains contrats d'assurance-vie proposent aussi une garantie complémentaire en cas de dépendance, mais peu d'assurés choisissent cette option.

Enfin, autre conséquence de l'allongement de la durée de vie, les individus héritent de plus en plus tard, en moyenne au milieu de la cinquantaine. Cette transmission tardive concentre une partie plus importante de la richesse nationale entre les mains des seniors. Ils préfèrent économiser en prévision de leurs vieux jours, mais en privilégiant, pour la partie financière de leur patrimoine, des produits liquides et peu risqués puisque leur horizon d'investissement est moins lointain que celui d'un trentenaire ou d'un quadragénaire.

### Niveaux moyens de patrimoine des ménages selon les classes d'âge



Source : INSEE.

### b. Des choix de placements financiers inadaptés sur le long terme

Selon l'enquête CSA réalisée pour le Cercle des épargnants en 2016, l'épargne de précaution reste la principale motivation d'épargne des Français. Les épargnants sont donc principalement guidés dans leur choix d'investissement par la crainte d'un avenir incertain. Pourtant, le système de protection sociale français est l'un des plus complets au monde.

Parmi les principales préoccupations des Français, la retraite arrive en première position, devant la maladie et le chômage.

Pour répondre à cette préoccupation, ils choisissent de répartir leur épargne entre d'une part l'immobilier, leur résidence principale, et d'autre part des produits d'épargne liquides et garantis.

Plus de 60 % de l'épargne des Français est ainsi constituée d'immobilier. La part de propriétaires de leur résidence principale ne cesse d'augmenter et se situe désormais à 58,7 % contre 53,3 % en 1998.

L'achat de la résidence principale découle d'un calcul assez simple de la part de l'épargnant : en achetant son logement, il souscrit un crédit au lieu de payer un loyer. Le but est d'avoir fini de rembourser ce crédit avant le départ en retraite, pour compenser ainsi la baisse de revenu entre vie active et retraite. Pourtant, il y a quelques inconvénients à ne pas sous-estimer dans ce calcul. Tout d'abord, l'achat de sa résidence principale rend le propriétaire moins mobile, s'il a besoin de déménager pour raison professionnelle (mutation, changement d'employeur) ou personnelle (famille qui s'agrandit, divorce,...). Par ailleurs, l'immobilier a connu des crises, comme celle des années 90, qui peuvent se reproduire.

Au global, avec un taux d'épargne de 14,5 % de leurs revenus en 2015, les ménages français figurent dans le peloton de tête européen, derrière les Allemands (plus de 16 %) mais devant les Italiens (11 %), les Espagnols (10 %) et loin devant les Britanniques (à peine 6 %). Ce taux d'épargne

élevé est resté relativement constant depuis une vingtaine d'années, puisqu'il a évolué dans un couloir étroit compris entre 14 et 17 % des revenus, alors que les autres nations ont été beaucoup plus volatiles (à l'exception de l'Allemagne). Toutefois, si on exclut l'épargne immobilière (remboursement d'emprunts majoritairement), le taux d'épargne financière des Français atteint 7 % ce qui correspond à la moyenne des pays développés.

Les ménages français font toujours l'effort d'épargner, quels que soient la conjoncture économique et le contexte fiscal. Mais en revanche, ils privilégient les produits perçus comme sans risque et liquides. La dernière enquête Pater (Patrimoine et Préférences vis-à-vis du Temps et du Risque) réalisée en 2014 montre que 67 % des ménages veulent placer toutes leurs économies sur des produits sûrs et que seulement 30 % sont prêts à en investir une petite partie sur des placements "risqués" même s'ils peuvent rapporter beaucoup.

Cette aversion française pour les actifs "risqués" est confirmée dans le rapport sur le financement de l'investissement des entreprises, rédigé en septembre 2015 par François Villeroy de Galhau à la demande du Premier Ministre : ce rapport analyse la répartition des encours financiers des ménages français, soit 69 % d'actifs "non risqués" et 31 % d'actifs "risqués". Un record en Europe, où la répartition moyenne est plutôt de 55 % d'actifs non risqués et 45 % d'actifs risqués. Le rapport pointe les inconvénients et risques d'une telle attitude.

Les attentes des épargnants sont aujourd'hui difficilement conciliables avec le comportement des marchés financiers : ils attendent un rendement élevé sur un horizon trop court. D'après une étude réalisée par le cabinet Research Plus pour le compte de la société de gestion britannique Schroders en avril 2016 (20 000 personnes interrogées dans le monde, dont 8 600 en Europe), les investisseurs souhaiteraient en effet obtenir en moyenne un rendement annuel de 9,1 %, avec un horizon de placement trop court (moins d'un an). Ces désirs inconciliables traduisent bien le manque de culture financière des épargnants, et l'effort pédagogique à fournir.

Constatant que sur une courte période les rendements des marchés financiers ne répondent pas à leurs attentes, les Français privilégient en premier lieu les livrets d'épargne, qui cumulent deux qualités primordiales à leurs yeux : la garantie du capital et sa disponibilité à tout moment. Ils y sont encouragés par une exonération totale d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux. Selon l'enquête INSEE réalisée début 2016, 85,9 % des Français détenaient au moins un livret d'épargne, principalement un livret A. Le nombre de détenteurs n'a pas cessé d'augmenter depuis 20 ans, malgré la baisse continue des taux de rémunération (actuellement 0,75 % par an pour le livret A et le LDD) : ils étaient 83,5 % de la population en 1998, 83,2 % en 2004, et 85 % en 2010.

Sur l'assurance-vie, premier produit d'épargne en France en encours (1 600 milliards), le fonds en euros, qui garantit le capital investi tout en assurant la liquidité permanente, représente plus de 80 % des encours. C'est une limitation importante à la diversification vers des placements plus dynamiques, malgré une assez longue durée de détention en pratique. François Villeroy de Galhau reprend l'expression d'un assureur de la Place : « *l'assurance-vie est intentionnellement longue, et contractuellement courte* ».

Cette préférence pour des produits liquides entraîne un manque à gagner important pour les épargnants. En effet, l'investissement en actions augmente considérablement la probabilité de gain sur le long terme.

Comme le montre le tableau ci-après, pour un investissement en actions françaises sur la période 1988-2016, la probabilité de gain atteint 67 % pour un investissement sur un an alors qu'elle tend vers 100 % sur 20 ans. Sur cette durée, le rendement réel des actions françaises a été de 4,6 % en moyenne annuelle.

## Rendements réels et probabilité de gain du CAC 40 dividendes nets réinvestis

Période 1988-2016	Durée de l'investissement				
	1 an	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
<b>Rendement moyen annualisé</b>	<b>7,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</b>
• dont gain annualisé maximal	(+ 85,1 %)	(+ 31,3 %)	(+ 16,2 %)	(+ 9,4 %)	(+ 9,1 %)
• dont perte annualisée minimale	(- 48,3 %)	(- 11,8 %)	(- 5,8 %)	(- 2,1 %)	(+ 2,4 %)
• Amplitude (gain/perte)	133,4 %	43,1 %	22,0 %	11,5 %	6,7 %
<b>Probabilité de gain</b>	<b>67 %</b>	<b>65 %</b>	<b>81 %</b>	<b>89 %</b>	<b>100 %</b>

*Source : Euronext, calculs AFG.*

Par ailleurs, comme le détaille notre étude en Annexe 3, la régularité des versements a un impact décisif sur le rendement final et la baisse du niveau de risque sur le long terme.

Les versements périodiques permettent, en entrant à différentes dates sur les marchés, de capter à la fois les périodes de hausse et de baisse, et ainsi d'en lisser la volatilité.

Si les Français ont traditionnellement privilégié les produits considérés comme sans risque, la forte baisse des taux d'intérêt pourrait faire évoluer la situation. En effet, jusqu'à ces toutes dernières années, le fonds en euros de l'assurance-vie délivrait un rendement intéressant et significatif avec un risque quasi nul.

La baisse des rendements pourrait pousser les épargnants à modifier l'allocation de leur épargne pour conserver une certaine rémunération. C'est une occasion de passer à une épargne investie sur des actifs plus dynamiques.

### c. L'impopularité de la rente

La rente viagère offre une sécurité importante aux individus puisqu'elle est versée durant toute l'existence du souscripteur. Mais elle est mal perçue par les épargnants, qui craignent toujours de ne pas vivre assez longtemps pour "recevoir" autant qu'ils ont cotisé.

Cette impopularité est un frein au développement de l'épargne retraite lorsqu'elle impose une sortie en rente.

De manière générale, l'obligation de sortie en rente viagère est perçue comme présentant plusieurs inconvénients majeurs :

- elle ne permet pas de couvrir des besoins ponctuels liés à la retraite : travaux, acquisition d'un bien immobilier, achat d'un véhicule. Si un actif peut s'endetter pour couvrir ces besoins, un retraité aura davantage de difficulté à obtenir un prêt bancaire. D'autre part, le coût de l'emprunt n'est pas forcément couvert par le rendement de l'épargne accumulée ;
- en cas de faible capacité d'épargne, les montants accumulés ne permettent pas de servir une rente d'un montant significatif. Le cas s'est produit pour certains PERP vendus lors de leur lancement en 2003. Une partie de ces souscripteurs les ont alimentés au départ mais ils ont ensuite dû réduire ou suspendre leurs versements, à cause d'une capacité d'épargne trop limitée. Lors du départ en retraite, le capital sera alors converti en une rente très faible. Pour les sommes trop faibles (moins de 12 000 euros, ce qui correspond à une rente inférieure à 480 euros par an) et à condition que l'assureur l'accepte, le versement du capital peut désormais se faire en une seule fois. Mais, même pour des montants deux fois supérieurs, une rente de moins de 1 000 euros par an se justifie-t-elle ? Comment seraient absorbés les coûts de versement et de gestion de la rente ?
- enfin, les produits en rente sont difficilement "portables", c'est-à-dire que l'épargnant ne peut pas changer d'assureur quand il le souhaite. Il existe en tout état de cause des frais de sortie qui risquent d'annuler une partie du rendement financier.

## Chapitre 2. Les besoins non pourvus au niveau macro-économique

Même si une timide reprise se dessine, l'économie française souffre depuis longtemps d'un manque d'investissement. Ce manque d'investissement peut être mis en parallèle avec la faible part des placements en actions des particuliers mais aussi des investisseurs institutionnels. En effet, beaucoup de grands investisseurs institutionnels se sont progressivement retirés du marché actions du fait de la diminution de leurs réserves et/ou de nouvelles contraintes réglementaires de solvabilité. À titre d'exemple, selon l'ACPR<sup>3</sup>, 13 % des placements des assureurs-vie, principaux investisseurs français, sont investis en actions, contre plus de 50 % dans le cas des fonds de pension américains tels Calpers.

### a. Les investisseurs particuliers ont réduit leurs placements en actions

Alors qu'en 2004 près d'un quart des ménages (24,2 %) détenaient des valeurs mobilières, il n'y en a plus qu'un sur six (16,5 %) début 2015, selon l'INSEE<sup>4</sup>. Moins de 10 % des ménages possèdent un compte-titre, et le plan d'épargne en actions (PEA) n'attire pas davantage les épargnants.

La baisse a été plus importante (- 5 %) entre 2004 et 2010, mais elle s'est poursuivie de 2010 à 2015 (- 3 %). Il y a plusieurs raisons à cet éloignement des actionnaires.

La première provient de la volatilité des marchés dont la perception a été accrue par les crises financières : l'explosion de la bulle internet en 2001, la crise de 2008, puis la crise de la zone euro en 2011.

La seconde est d'ordre fiscal. Les actionnaires ont subi depuis 1990 un alourdissement fiscal très conséquent. La CSG et la CRDS ont été instituées. Le taux global des prélèvements sociaux, qui concernent tous les placements y compris le PEA et l'assurance-vie, sont passés de 1,1 % au départ à 15,5 % aujourd'hui. Et depuis 2013 la taxation des revenus du capital a été alignée sur celle des revenus du travail : les dividendes et plus-values sont soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu (IR), après application d'un système d'abattements progressifs complexe. Ces revenus bénéficiaient auparavant du système de prélèvement forfaitaire libératoire (un taux unique de 21 ou 24 %), qui était la plupart du temps plus favorable que le taux d'imposition à l'IR des ménages habitués des marchés financiers.

### b. Les établissements financiers ont réduit leurs investissements en actions

Les banques et compagnies d'assurance, moteurs de financement de l'économie ont dû réduire leurs participations au capital des entreprises depuis le durcissement des réglementations financières à partir de 2008.

Une réforme des régulations prudentielles était sans doute nécessaire pour prévenir de nouvelles crises systémiques mais elle a été menée sans que soit prise en compte son effet sur le financement de l'économie. Les autorités européennes ont renforcé les exigences pour les assureurs, à travers l'élaboration de Solvabilité 2. Parallèlement, le Comité de Bâle, une organisation réunissant les banques centrales et des organismes de réglementation et de surveillance bancaire des pays du G10<sup>5</sup>, a adopté en 2010 de nouvelles règles dont la mise en place s'étend de 2013 à 2019.

---

<sup>(3)</sup> La situation des principaux organismes d'assurance en 2015, ACPR, septembre 2016.

<sup>(4)</sup> Le patrimoine des ménages début 2015, INSEE.

<sup>(5)</sup> France, Allemagne, Royaume-Uni, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Suisse, Espagne, Italie, Suède, Canada, Japon, et États-Unis.

Ces nouvelles exigences, Bâle 3 et Solvabilité 2, obligent les établissements financiers à mettre en face de leurs engagements plus de capitaux propres, ce qui entraîne des conséquences négatives sur le financement des entreprises.

Les nouvelles normes Solvabilité 2 imposent aux assureurs une “valorisation permanente, immédiate et exclusive” de marché de leurs positions, ce qui implique une volatilité plus importante de ces actifs. Par voie de conséquence, les assureurs ont dû procéder à des ajustements de leurs stratégies d’investissement, avec des réductions importantes de leurs propres investissements en actions.

De la même manière, les banques ont elles aussi dû réduire leurs expositions actions pour augmenter leurs ratios de fonds propres et atteindre ainsi les nouveaux standards imposés.

### **c. Les actionnaires étrangers**

Depuis une trentaine d’années, la part des actionnaires étrangers dans les sociétés françaises est devenue massive, puisqu’ils représentaient 41,3 % de l’actionnariat des sociétés cotées selon les chiffres communiqués par la Banque de France à l’automne 2015. Pour le CAC 40, la part des actionnaires étrangers monte même à 45,3 %.

C’est la preuve de l’attractivité de la France pour les grands investisseurs internationaux mais cela entraîne aussi des risques de perte de souveraineté. Six des sociétés françaises du CAC 40 ont ainsi désormais leur siège social installé à l’étranger.

De cette délocalisation des centres de décision des grands groupes français risque de découler plus de difficultés pour défendre les emplois locaux et l’économie nationale dans les plans stratégiques des entreprises. De plus, ces grandes entreprises internationales seront moins soumises à la législation nationale et l’État pourrait voir lui échapper une partie de ses rentrées fiscales, au profit de pays plus “accueillants”.

### **d. Le “crowdfunding”**

L’émergence du “crowdfunding” est intéressante mais ne constitue pas une alternative au désengagement des autres acteurs.

Après la crise de 2008-2009 et le durcissement des conditions bancaires, la finance a vu apparaître un marché alternatif, qui n’existait pas auparavant : le financement participatif, aussi appelé “crowdfunding”, sous forme de prêts ou d’investissement en capital. La chute des taux d’intérêt a amené de nombreux épargnants à rechercher des placements plus rentables. En 2015, les flux ont atteint 300 millions d’euros, 95 % de plus qu’en 2014, dont près de 200 millions sous forme de prêts. Mais moins de la moitié, 110 millions, étaient à destination des entreprises.

### **e. La loi Sapin 2 : vers des fonds de pension à la française ?**

La loi Sapin 2 promulguée fin 2016 prévoit la création d’une nouvelle forme d’organismes exerçant une activité de retraite professionnelle supplémentaire : les Fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS). Leurs règles prudentielles ne relèveront plus de Solvabilité 2. Ce nouveau système a pour but de permettre l’orientation d’une partie supplémentaire de l’épargne des Français vers le financement en actions des entreprises françaises.

Les FRPS seront soumis à des règles prudentielles plus souples, moins exigeantes en capitaux, proches de l’ancienne directive Solvabilité 1 et moins défavorables aux investissements en actions.

Mais ce nouveau statut ne concernera que les régimes souscrits dans un cadre professionnel, c’est-à-dire les plans de retraite ouverts par les entreprises pour leurs salariés et les contrats Madelin pour les travailleurs indépendants et professions libérales.

Elle concerne potentiellement 130 milliards d'euros. Toutefois, le niveau très bas des taux actuels conjugué au niveau des garanties existantes sur les provisions constituées ne permettra sans doute pas une hausse importante des placements en actifs de long terme, en particulier en actions cotées ou non.



Cet état des lieux montre que la faible part de l'épargne retraite en France a des impacts sensibles sur les Français et sur l'économie de notre pays. La réglementation actuelle pousse au "court termisme" de l'épargne.

Les Français bénéficient jusqu'à présent d'un bon niveau de protection grâce au régime par répartition. Cependant, la situation évolue et nécessite un changement de comportement des futurs retraités pour qu'ils préparent activement leur retraite. La plupart d'entre eux ne pourra pas maintenir son niveau de vie sans se constituer des sources de revenus supplémentaires et devra donc épargner spécifiquement en vue de la retraite.

Cette transition devrait être accompagnée par les pouvoirs publics pour qu'ils fassent prendre conscience aux Français de cette nécessité, sans pour autant dramatiser la situation. Un changement de discours politique serait très utile et il devrait s'accompagner d'un renforcement de l'épargne retraite.

Les Français en sortiront gagnants grâce à une meilleure préparation de leur avenir. L'économie en sortira renforcée grâce aux placements en actions et dans d'autres classes d'actifs de croissance tels que les infrastructures ou les outils de financement des PME.

## Partie 3. Propositions pour renforcer l'épargne retraite en France

Les Français ont du mal à se projeter et à anticiper financièrement leur retraite. Moins d'un Français sur trois s'est renseigné sur ses droits à retraite, soit 55 % pour les plus de 55 ans mais seulement 6 % pour les moins de 35 ans.<sup>6</sup>

Si 90 %<sup>7</sup> des Français pensent qu'il est nécessaire d'épargner pour sa retraite, très peu de personnes passent à l'acte. La réticence naturelle à renoncer à un revenu immédiat pour bloquer son épargne à très long terme est accentuée par :

- la complexité et la rigidité de certains produits dédiés à la retraite, notamment l'obligation de sortie en rente ;
- la fiscalité pas assez incitative par rapport à d'autres produits d'épargne plus souples.

Les propositions de ce rapport reposent donc sur deux principes : apporter une certaine souplesse à l'épargne retraite pour que les Français se l'approprient davantage et "remettre la fiscalité à l'endroit" pour privilégier fiscalement les produits d'épargne retraite par rapport aux produits d'épargne courts.

Pour renforcer l'épargne retraite en France, l'AFG propose trois mesures :

1. Créer un nouveau produit individuel de retraite à destination d'un public large avec une sortie possible en capital ;
2. Renforcer le développement de l'épargne retraite d'entreprise et notamment du PERCO ;
3. Améliorer l'information aux Français sur leur future retraite et les moyens de compléter les régimes obligatoires par répartition.

### Les produits d'épargne retraite en France :

	Sortie en rente obligatoire* Assurance retraite	Sortie en capital optionnelle** Épargne retraite
Produits individuels	PERP (+ Madelin et Préfon)	<b>À créer</b>
Produits d'entreprise	À renforcer : ART. 83 et ART. 39	<b>À renforcer : PERCO</b>

\* Régime fiscal : déductibilité du revenu à l'entrée, fiscalisation de la rente.

\*\* Régime fiscal : pas de déductibilité à l'entrée, non fiscalisation à la sortie.

En France, sur les 4 500 milliards d'euros d'épargne financière, seuls les produits d'assurance retraite (voir tableau ci-dessus) imposent une sortie en rente, soit un encours d'environ 170 milliards.

La majorité des produits à sortie en rente sont souscrits dans le cadre de l'entreprise et sont à adhésion obligatoire. Les seuls produits à sortie en rente et à adhésion facultative sont le PERP (ouverts à tous ; 14 milliards d'encours), la Préfon (réservée aux fonctionnaires ; 16 milliards d'encours) et les contrats Madelin (destinés aux professions libérales, 35 milliards d'encours).

<sup>(6) (7)</sup> Source : sondage Opinion Way en Annexe 1.



Les produits à sortie en rente obligatoire ont une fiscalité EET (Exempt, Exempt, Tax) : les versements sont déductibles du revenu imposable, les revenus capitalisés ne sont pas taxés pendant la vie du contrat mais, à la sortie, la rente est taxée au titre de l'IR.

La rente obligatoire est souvent présentée comme indissociable de l'épargne retraite car seule à même de protéger le futur retraité contre un "risque de survie". Celui-ci sous-estimerait systématiquement son espérance de vie et aurait tendance à consommer son capital trop tôt si on lui laisse le choix. Avec une rente obligatoire, on le protégerait donc contre lui-même...

Pour que l'épargne retraite se développe sur une base volontaire, il faut qu'elle soit suffisamment attractive pour les clients et qu'elle bénéficie :

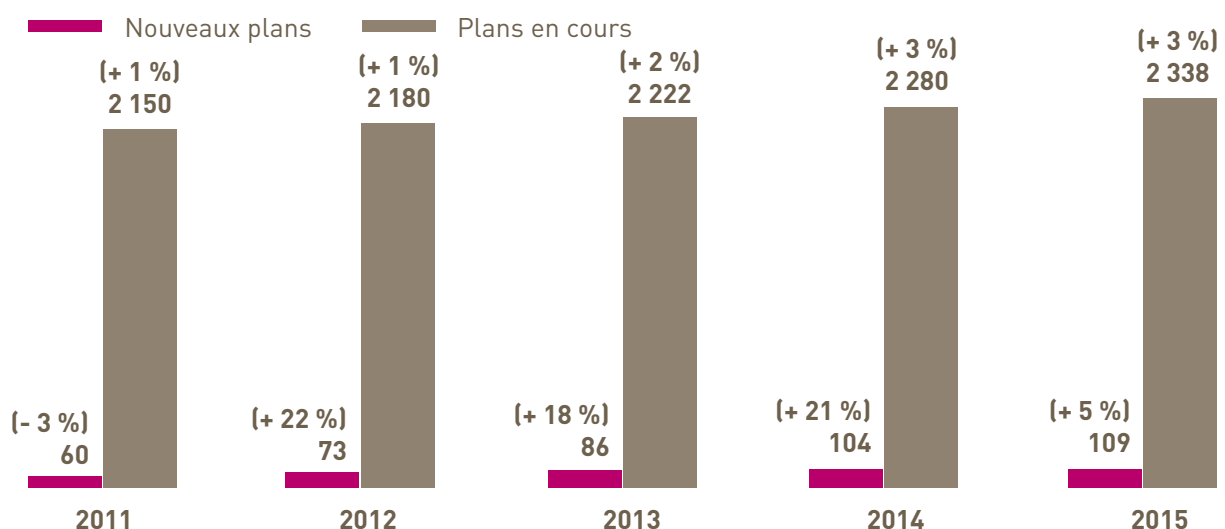
- d'une fiscalité incitative ;
- d'une relative souplesse de fonctionnement ; le blocage jusqu'à la retraite est déjà long ; imposer au retraité une sortie en rente viagère est perçu par beaucoup de Français comme trop contraignant.

Obliger à sortir en rente viagère conduit ainsi en pratique à une accumulation insuffisante de capitaux et paradoxalement à des rentes faibles. En réalité, l'obligation de sortie en rente viagère ne serait compatible qu'avec une obligation de cotiser.

Comme nous l'avons expliqué dans la Partie 2 de ce Livre Blanc, la rente est perçue comme trop contraignante.

L'exemple du PERP en France montre que la rente obligatoire est un obstacle à sa diffusion au plus grand nombre. Le nombre de plans augmente peu d'une année sur l'autre (+ 3 % chaque année en net). La clientèle cible est une clientèle aisée attirée par la défiscalisation à l'entrée et l'exonération d'ISF et qui détient par ailleurs une épargne suffisamment liquide de type assurance-vie. À noter que la nouvelle possibilité de récupérer 20 % de son capital a cependant redynamisé un peu le PERP.

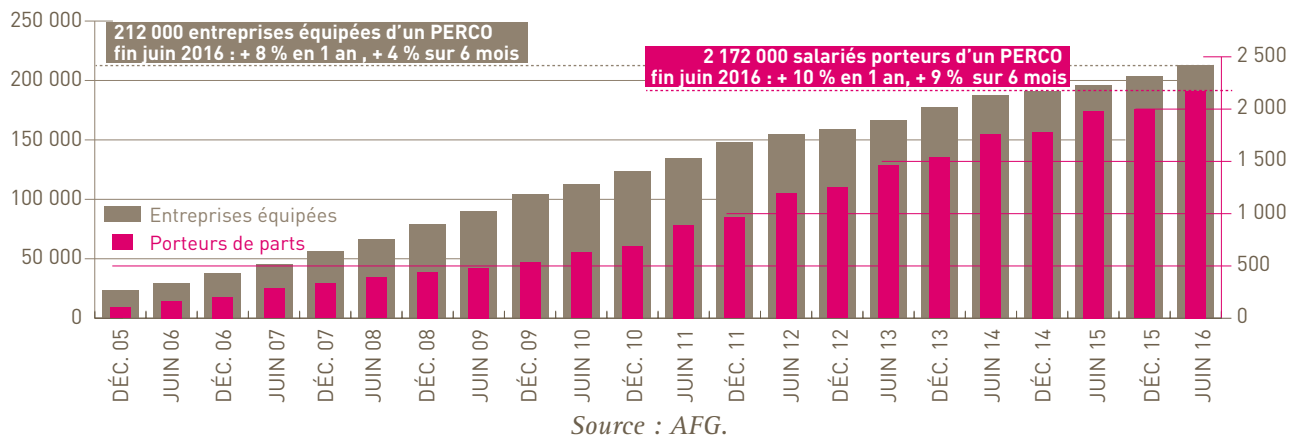
### Nombre de PERP (en milliers)



Source : FFA.

L'exemple du PERCO, qui laisse le choix à la sortie aux salariés, montre que le nombre de souscripteurs continue à augmenter chaque année de manière beaucoup plus dynamique. Par ailleurs, il montre aussi que plus des deux tiers des nouveaux retraités laissent leur épargne sur leur compte à leur départ. Ils utilisent leur épargne au fur et à mesure de leurs besoins. L'idée que les retraités dilapident leur épargne retraite lorsqu'elle devient disponible est donc fautive.

## Nombre d'entreprises équipées et de salariés porteurs d'un PERCO



À l'étranger, les situations sont diverses :

- en Allemagne, la rente est obligatoire à hauteur de 70 % ;
- au Royaume-Uni, une réforme récente a ouvert le choix de sortie entre capital ou rente ;
- en Italie la sortie en capital est possible ;
- aux États-Unis, la sortie en capital est privilégiée.

L'AFG a demandé à Opinion Way de réaliser un sondage pour tester le ressenti des Français sur la rente. Ils sont 74 % à préférer un produit qui offre le choix entre capital et rente (voir les résultats complets en Annexe 1).

En réalité, pour mieux diffuser l'épargne retraite, il faut laisser le souscripteur choisir à la fin de sa période d'accumulation (et non pas à l'entrée) les modalités de sortie en fonction de sa situation à cette échéance donnée. Mettre l'épargnant dans un tunnel *ex ante* génère des freins contreproductifs envers l'épargne retraite. Plutôt qu'un choix binaire entre rente ou capital, il faut aussi laisser la possibilité aux retraités d'effectuer des retraits partiels ou progressifs, en fonction de leurs besoins.

Cette flexibilité est particulièrement importante pour se caler sur le cycle de vie des Français. En effet, la période de la retraite n'est pas homogène. On peut distinguer deux périodes : celle du repos suivie, éventuellement, de celle de la dépendance. Selon les niveaux de vie, patrimoine, choix de vie, les deux phases nécessitent des ressources différentes.

Donner de la souplesse au retraité sur l'utilisation de son épargne lui permet d'adapter ses retraits à ses besoins de financement. Par ailleurs, il faudrait inciter les souscripteurs à souscrire une assurance dépendance, toujours sur une base volontaire.

La liberté d'utilisation de son épargne par le retraité doit s'accompagner d'une démarche pédagogique qui montre les vertus de la mutualisation apportée par la rente viagère et d'une incitation fiscale appropriée.

### a. Créer un nouveau produit individuel de retraite à destination d'un public large avec une sortie possible en capital

Des changements importants se dessinent en matière d'emploi. La plus grande mobilité des actifs, en France et à l'étranger, la progression de l'auto-entrepreneuriat, l'entrée plus tardive dans la vie professionnelle et la multiplication des stages et des contrats à durée déterminée chez les jeunes, tous ces phénomènes vont avoir des impacts en terme de protection sociale. Le lien avec l'entreprise-employeur change.

En matière d'épargne retraite, il ne faut donc pas compter exclusivement sur les produits d'entreprise. Le développement des produits individuels est nécessaire. Or les produits existants ne sont pas adaptés pour s'adresser à une population large.

L'AFG propose de créer un nouveau produit d'épargne retraite qui serait destiné à une clientèle individuelle élargie. Il compléterait les outils existants en donnant la possibilité aux Français de préparer leur retraite en ayant la liberté de choix à l'arrivée à l'âge de la retraite entre un capital, une rente viagère ou des retraits libres ou progressifs.

Le produit serait donc plus souple et destiné à une clientèle plus large que le PERP actuel. Il s'inspire largement du projet européen de *Pan European Personal Pension (PEPP)* porté par la Commission Européenne qui devrait faire l'objet d'une proposition législative au niveau européen d'ici à l'été 2017.

- Public visé très large, en particulier :
  - les futurs retraités issus de CSP moyennes pour lesquels le PERP n'est pas adapté : épargne insuffisante pour servir une rente à la retraite (patrimoines < 100 K€), taux marginal d'imposition moyen ou faible ;
  - les salariés qui n'ont pas accès à un PERCO dans leur entreprise ;
  - les travailleurs indépendants ;
  - les fonctionnaires ;
  - les actifs mobiles qui travaillent en Europe.
- Fonctionnement :
  - versements libres jusqu'à un plafond annuel ; si le total des versements n'atteint pas ce plafond, la différence peut être reportée sur les trois années suivantes (comme l'Article 83) ;
  - choix entre plusieurs options de placement (voir paragraphe "Gestion financière" ci-dessous) ;
  - blocage jusqu'à la retraite sauf cas exceptionnels comme le PERCO (décès, invalidité, fin de droit d'assurance chômage, surendettement, résidence principale) ;
  - sortie au choix en capital et/ou en rente avec possibilité de faire des retraits partiels au fil de l'eau (comme le PERCO) ;
  - ouverture et alimentation possible par les parents et grands-parents pour leurs enfants et petits-enfants.
- Gestion financière :
  - L'épargnant aura le choix entre trois types de gestion : pilotée, gestion libre ou gestion via un mandat :
    - la gestion pilotée est une gestion financière adaptée à l'horizon de la retraite par laquelle l'épargne du bénéficiaire est progressivement et automatiquement désensibilisée à l'approche de l'âge de départ. Elle permet de sécuriser peu à peu les sommes investies tout en bénéficiant en début de période du rendement des actifs de long terme (actions notamment) ;  
Les études montrent que sur le long terme les performances de ce type de gestion surperforment les allocations plus classiques et moins dynamiques (voir annexes 3 et 4).
    - l'épargnant pourra choisir une gestion libre en choisissant parmi une liste de fonds et de placements aux profils de rendement/risque complémentaires couvrant différentes classes d'actifs (actions, obligations) et zones géographiques (France, Euro, Europe, monde...) ;

- enfin, une solution de **gestion sous mandat** pourra lui être proposée par laquelle il confiera à un professionnel le soin de gérer son épargne en convenant à l’avance de grandes orientations.
- **par défaut, c’est l’option pilotée qui s’appliquera**, comme c’est déjà le cas pour le PERCO ;
- pour optimiser le rendement de l’épargne sur le long terme, pourrait être créé un nouveau type de fonds, appelé **fonds de long terme**, éligible au nouveau produit de retraite individuel, qui puisse investir en partie dans des actifs peu liquides à court terme (titres de PME non cotées, immobilier, infrastructures) pour bénéficier de la valorisation de ces placements à long terme. Cela permettra ainsi de drainer des montants non négligeables vers le financement d’entreprises et d’actifs très utiles à la croissance économique.
- **Fiscalité favorable au moment du départ en retraite :**
  - pas de déduction fiscale des versements à l’entrée ;
  - exonération d’IR sur les plus-values (comme sur le PEA) ;
  - réduction de moitié des prélèvements sociaux sur les plus-values ;
  - exonération d’ISF et régime favorable en matière de droits de succession ;
  - encouragement fiscal et social à la conversion en rente ou en assurance dépendance.

Par ailleurs, les Français qui se lancent dans l’épargne retraite ont besoin d’une stabilité de sa fiscalité pour pouvoir planifier leurs versements. La visibilité fiscale est décisive pour les épargnants à long terme.

Enfin, la fiscalité de l’épargne retraite doit être la plus favorable possible en comparaison des autres produits d’épargne. Son caractère de très long terme doit la faire bénéficier d’un traitement fiscal privilégié. **D’une manière générale, plus l’épargne est à long terme, plus elle doit être encouragée. Il faut donc “remettre la fiscalité à l’endroit”.**

## **b. Renforcer le développement de l’épargne retraite d’entreprise et notamment du PERCO**

L’encours du PERCO atteint 13 milliards d’euros détenus par 2 millions de salariés. Ces chiffres sont en constante croissance (+ 18 % en 2015) mais ce succès ne permet pas encore au PERCO de répondre aux enjeux. Il faut accélérer son développement et, plus généralement, celui de l’épargne retraite d’entreprise. Nous proposons de :

- **Réduire voire supprimer le forfait social sur l’épargne retraite**

La loi Croissance et activité, dite “loi Macron”, a déjà ramené de 20 à 16 % le forfait social sur le “PERCO Plus” investi en partie en titres de PME. C’est une bonne mesure mais cette baisse ne suffit pas pour enclencher une négociation massive d’accords dans les entreprises. Il faudrait revenir au taux de 8 % d’avant 2012 pour l’ensemble des dispositifs de retraite d’entreprise, voire supprimer totalement le forfait social, au moins sur le PERCO Plus. **Pour que cette mesure soit gagnant/gagnant pour les entreprises et pour les salariés, nous proposons que l’économie ainsi réalisée par l’entreprise soit partagée avec les salariés sous forme d’abondement au PERCO.** C’est une mesure positive pour la croissance puisque le financement des PME s’en trouvera renforcé.

- **Ouvrir le PERCO aux fonctionnaires**

Les réformes successives des retraites ont cherché à rapprocher les régimes des agents publics et des salariés du secteur privé. L’ouverture des PERCO aux fonctionnaires (d’État, territoriaux et de la fonction hospitalière) serait un pas supplémentaire dans cette direction.

- **Ouvrir le PERCO aux salariés européens**

Sans modifier les règles du PERCO pour les salariés français, il faudrait ajouter un volet européen qui permette aux entreprises de gérer leur épargne retraite à partir de la France pour tous leurs salariés européens. À cet effet, il faut créer un véhicule compatible avec la directive européenne sur les Institutions de Retraite Professionnelle (Directive IORP). La loi Sapin II comprend une habilitation à légiférer par ordonnance qui pourrait permettre de répondre à cet objectif.

- **Améliorer l'alimentation des PERCO :**

- prévoir dans les accords d'entreprises, la possibilité d'automatiser les versements des salariés par prélèvement sur salaire pour ceux qui le souhaitent ;
- verser automatiquement la moitié de l'intéressement sur le PERCO, comme pour la participation ;
- abaisser le seuil de 50 à 10 salariés pour la participation en adaptant ses modalités aux petites entreprises.

- **Caler la fiscalité à la sortie sur celle du produit individuel (voir a) :**

- exonération d'ISF et régime favorable en matière de droits de succession ;
- réduction de moitié des prélèvements sociaux sur les plus-values.

### **c. Améliorer l'information des futurs retraités : une initiative de Place pour aider à la préparation de la retraite**

Beaucoup d'améliorations ont été apportées à l'information délivrée aux futurs retraités depuis la loi Fillon de 2003. Toutefois, cette information est encore imparfaite, en particulier sur l'évolution des futurs taux de remplacement.

Le Relevé Individuel de Situation (RIS) actuellement communiqué aux Français de moins de 55 ans est un relevé de carrière qui rassemble les données qui serviront au calcul de leur future pension mais sans donner d'estimation. Le futur retraité du secteur privé connaît le nombre de trimestres accumulés au titre du régime de sécurité sociale et le nombre de points accumulés au titre des régimes complémentaires (AGIRC et ARRCO). Mais il ne connaît pas la valeur de ce qu'il a accumulé.

Ce n'est qu'à partir de 55 ans que les assurés reçoivent, avec leur relevé de situation individuelle, une estimation de leur retraite selon différents âges de départ à la retraite possibles (Estimation Indicative Globale – EIG). L'estimation arrive trop tard pour que le futur retraité décide de se constituer une épargne adaptée. Il faudrait informer plus tôt les Français sur l'ordre de grandeur de leur retraite de base et complémentaire.

Par ailleurs, il faut informer plus largement les Français sur les produits adaptés qui existent pour compléter leur retraite.

Nous proposons donc :

- d'avancer l'âge d'information sur les droits à retraite de 35 à 30 ans et l'envoi de la simulation de 55 à 45 ans, en informant sur les possibilités offertes par l'épargne retraite ;
- de donner aux salariés une vision consolidée de leur retraite, qui ferait le lien entre leurs droits issus des régimes obligatoires et leur épargne retraite ; cette proposition pourrait s'appuyer sur une initiative de Place menée notamment par l'AFG, la FFA et la FBF, en partenariat avec le site officiel Info Retraite ;
- de créer une association de Place pour promouvoir l'épargne retraite ;
- de favoriser la digitalisation de l'information des épargnants pour mieux les guider dans leurs choix (produits de retraite individuels et d'entreprise).

Avec ces trois mesures phares, la France renforcerait son système de retraite et le moderniserait pour mieux l'adapter aux évolutions démographiques, sociales et financières en cours.

Le socle par répartition serait conforté. Les Français seraient rassurés par la cohérence entre le régime obligatoire assurant un revenu décent à la retraite et un régime supplémentaire délivrant, sur une base volontaire, un surplus de ressources pour maintenir leur niveau de vie.

# ANNEXE 1

## LES FRANÇAIS ET L'ÉPARGNE RETRAITE

Sondage Opinion Way pour l'AFG

“*opinionway*”



### Note méthodologique

L'étude “*Les Français et l'épargne retraite*” réalisée pour l'Association Française de la Gestion financière, est destinée à comprendre et analyser la manière dont les Français épargnent en vue de leur retraite.

Cette étude a été réalisée auprès d'un échantillon de 1 055 personnes, représentatif de la population française âgée de 18 ans et plus, constitué selon la méthode des quotas, au regard des critères de sexe, d'âge, de catégorie socioprofessionnelle, de catégorie d'agglomération et de région de résidence.

Les interviews ont été réalisées par questionnaire auto-administré en ligne sur système CAWI (Computer Assisted Web Interview).

Les interviews ont été réalisées les 23 et 24 novembre 2016.

Toute publication totale ou partielle doit impérativement utiliser la mention complète suivante : « **Sondage OpinionWay pour l'Association Française de la Gestion financière** » et aucune reprise de l'enquête ne pourra être dissociée de cet intitulé.

OpinionWay rappelle par ailleurs que les résultats de ce sondage doivent être lus en tenant compte des marges d'incertitude : 1,5 à 3 points au plus pour un échantillon de 1 000 répondants.

OpinionWay a réalisé cette enquête en appliquant les procédures et règles de la norme ISO 20252.

## A. Des Français conscients de la nécessité d'épargner pour la retraite...

- Le départ à la retraite apparaît comme un horizon lointain pour beaucoup de Français, qui s'attendent en plus à un allongement de la durée de cotisation. Cette perspective fait que seule une minorité de Français, un sur trois (32 %), a déjà demandé une estimation du montant de sa future retraite. 9 % suivent toutefois attentivement son montant et se sont déjà renseignés plusieurs fois, tandis que 23 % ont demandé cette estimation une seule fois. La plupart des Français ne se soucient pas ou peu du montant de leurs futures retraites avant d'y être confrontés, puisque 67 % n'ont jamais demandé d'estimation.
  - De manière tout à fait logique, les personnes approchant de l'âge de la retraite se sentent davantage concernées que les jeunes au début de leur carrière professionnelle. Ainsi, si une majorité des personnes âgées de 50 ans et plus (55 %) s'est inquiétée du montant de sa retraite, les jeunes éludent pour l'instant cette question (6 % des personnes âgées de moins de 35 ans ont demandé à connaître le montant de leurs droits). Les hommes (40 % contre 25% des femmes) et les inactifs (48 %) s'intéressent également fortement à la question du montant de leur retraite.
- Alors que beaucoup ne cherchent pas à connaître le montant de leur retraite, la quasi-totalité des personnes interrogées s'accordent néanmoins sur le fait que pour bien vivre à la retraite, il est nécessaire d'anticiper et d'épargner pour compléter sa pension : 90 % en sont convaincus, dont 44 % *tout à fait*. Seulement 9 % estiment qu'il n'est pas forcément nécessaire d'épargner.
  - La nécessité de l'épargne est perçue de la même manière par tous les profils, sauf par les plus jeunes (79 % des jeunes âgés de 18 à 24 ans considèrent qu'il faut épargner), qui n'ont sans doute pas encore vraiment réfléchi à ce sujet.

## B. ...et qui privilégient des produits flexibles et perçus comme sûrs pour faire face aux aléas de la vie

- Le choix du complément de revenu pour la retraite s'avère délicat, les Français souhaitant avoir recours à des solutions flexibles qui leur laissent la liberté de gérer leur épargne comme bon leur semble. À choisir entre un contrat ou produit d'épargne qui permet de récupérer son capital en une seule fois ou de le transformer en rente, ou un contrat qui permet seulement de transformer ses économies en rente viagère que l'on perçoit jusqu'à son décès, la première option est préférée par près des trois quarts des Français (74 %), tandis que la seconde n'attire que 22 % des personnes interrogées.
  - Les personnes ayant des revenus plus faibles envisagent un peu plus de transformer leur capital obligatoirement en rente viagère (27 % des personnes gagnant moins de 2 000 euros par mois) que les personnes aux revenus plus élevés (19 % des personnes gagnant 2 000 euros par mois ou plus).
- Cette appétence pour la flexibilité dans la gestion de leur épargne se traduit par leur hésitation à investir personnellement dans un contrat ou produit d'épargne retraite se transformant obligatoirement en rente viagère : si 43 % déclarent être prêts à investir dans cette solution, une courte majorité, 55 %, ne se voient pas investir dans ce type de produits. Malgré tout, 38 % indiquent qu'ils pourraient *probablement investir* et 36 % *probablement pas*, ce qui est montre que les positions ne sont pas tranchées sur la question et qu'elle pourrait évoluer. Une personne sur cinq (19 %) se montre toutefois catégorique quant au fait qu'elle ne souhaite pas investir dans ce type de contrat.



- Les plus jeunes se montrent davantage prêts à investir dans des contrats prévoyant obligatoirement une sortie en rente viagère (53 % des personnes âgées de moins de 35 ans) que leurs aînés (36 % des personnes âgées de 50 ans ou plus) ou les personnes ayant des revenus faibles (40 % des personnes gagnant moins de 2 000 euros par mois, contre 49 % de celles avec un revenu égal ou supérieur à 3 500 euros par mois).
- **L'acquisition d'un logement représente également un moyen, perçu comme sûr, de constituer un capital pour préparer sa retraite.** Pour 34 % des Français, investir dans du patrimoine immobilier représente même un meilleur moyen que l'épargne pour placer son argent avant son départ en retraite. Près de la moitié (48 %) des personnes interrogées considèrent qu'il vaut mieux diversifier ses placements et que ces deux moyens d'épargner sont complémentaires.
  - L'immobilier est perçu comme un placement particulièrement performant par les plus âgés (38 % des personnes âgées de 50 ans et plus contre 30 % des personnes âgées de moins de 35 ans). Les personnes habitant dans les grands centres urbains, où les prix de l'immobilier sont souvent plus élevés que dans les zones moins densément peuplées, considèrent également qu'investir dans ce domaine est une solution avantageuse. Ainsi, 39 % des personnes habitant en région parisienne et 38 % de ceux qui résident dans des villes de plus de 100 000 habitants estiment qu'investir dans de l'immobilier pour préparer sa retraite est mieux que d'épargner, contre seulement 29 % des personnes résidant dans les communes rurales.
- **17 % considèrent en revanche que se constituer un capital immobilier représente une solution moins avantageuse que l'épargne pour préparer sa retraite.** Il s'agit en particulier des personnes ayant des moyens financiers plus contraints et qui ne possèdent pas forcément les fonds pour investir dans de l'immobilier. Cette catégorie regroupe à la fois les plus jeunes (24 % des personnes âgées de moins de 35 ans, contre 11 % des personnes âgées de 50 ans et plus) et les personnes aux revenus modestes (31 % des personnes gagnant moins de 1 000 euros par mois, contre 13 % de celles gagnant 2 000 euros ou plus).

## **En conclusion, cette étude révèle quelques grands enseignements :**

- Pour la majorité des Français, la préparation du départ à la retraite demeure une perspective lointaine, qui ne nécessite pas de s'en préoccuper sur le moment, bien qu'ils reconnaissent quasi-unaniment la nécessité d'épargner pour conserver son niveau de vie. Les plus âgés, qui voient l'âge de la retraite arriver prochainement, s'intéressent toutefois à ces questions et n'hésitent pas à demander une estimation du montant de leurs droits.
- Différentes solutions existent pour se constituer un capital en vue de son départ à la retraite. À choisir entre des produits permettant de récupérer son capital ou de le transformer en rente, ou des produits ne laissant qu'une seule option, beaucoup se tourneraient plutôt vers la première solution, qui permet d'avoir le choix de l'utilisation de son épargne pour pouvoir faire face à toutes les situations de la vie. L'achat d'un logement, qui représente également une bonne façon de préparer sa retraite, est perçu comme une solution complémentaire, voire meilleure, que l'épargne classique.

## ANNEXE 2

# FONCTIONNEMENT DU PRODUIT D'ÉPARGNE RETRAITE INDIVIDUEL À CRÉER

	Juridique	Pédagogique
Versements	<p>Libres :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• périodiques ou ponctuels ou mixtes ;</li> <li>• plafond fiscal à définir si exonération d'ISF ou de droits de succession.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Réguliers pour lisser les effets "marché" sur la durée.</li> <li>• Le plus tôt possible pour optimiser l'effet de capitalisation et alléger l'effort d'épargne.</li> </ul>
Arbitrages	<p>Libres :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• possibles à tout moment.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Éviter les arbitrages en réaction aux variations de marché, souvent à contre-courant.</li> </ul>
Placements	<p>En version standardisée :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• un nombre d'options limité dont une en gestion pilotée en fonction de l'âge du souscripteur ;</li> <li>• la gestion pilotée est l'option par défaut ;</li> <li>• les fonds doivent pouvoir investir en actifs réels ou alternatifs (immobilier, capital investissement, fonds de prêt et infrastructures, comme les FCPE).</li> </ul>	<p>Introduire les notions de :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• rendement / risque par rapport à la durée de placement : l'objectif à long terme est de battre l'inflation, le monétaire est donc "risqué" à long terme ;</li> <li>• diversification : lissage du risque et captation de la croissance mondiale ;</li> <li>• capitalisation : intérêts cumulés qui optimisent le rendement de l'épargne ;</li> <li>• liquidité : elle n'est pas toujours bonne et ne permet pas de bénéficier de la rentabilité d'actifs non cotés (capital investissement, immobilier, infrastructures, fonds de dette).</li> </ul>
Blocage	<p>Jusqu'à la retraite sauf cas de déblocages anticipés du PERCO.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le blocage permet la capitalisation des revenus dans la durée et l'investissement dans des actifs non liquides et rémunérateurs.</li> <li>• L'achat de sa résidence principale est un moyen de préparer sa retraite.</li> </ul>
Portabilité	<p>Libre transfert d'un prestataire à l'autre (avec des fenêtres en cas d'investissement partiellement illiquide).</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Juger des performances sur le long terme.</li> </ul>
Sortie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• À la date de déblocage, sortie libre en capital ou en rente financière ou viagère ou un mixte. Achat possible d'une assurance dépendance.</li> <li>• Possibilité de transmission aux enfants (solidarité transgénérationnelle) ; exonération de droits renforcée pour la part investie en capital investissement ou en infrastructures.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ne pas sortir toute son épargne le jour J.</li> <li>• Intérêt de poursuivre tout ou partie de la capitalisation au-delà de la retraite (versements et accumulation des plus-values).</li> <li>• Montrer les avantages et inconvénients de chacune des solutions : capital, rente, sortie fractionnée...</li> </ul>

## ANNEXE 3

# BÉNÉFICES DE L'INVESTISSEMENT À LONG TERME ET CARACTÉRISTIQUES DU COUPLE RENDEMENT-RISQUE DES ACTIONS

**AFG, Service Économie-Recherche, G. Gublin-Guerrero / T. Valli**

L'économie française, comme celle d'autres pays de la zone euro, fait face à des déséquilibres structurels puissants : démographiques, avec l'allongement de la durée de vie et l'augmentation de la part des personnes inactives ; économiques, avec l'affaiblissement du taux de croissance, et enfin financiers, avec le faible niveau des taux d'intérêts et le niveau croissant de la dette publique.

Ces déséquilibres ont un impact majeur sur le financement et la pérennité de nos régimes sociaux, et notamment celui de la retraite obligatoire par répartition. En conséquence, et afin de couvrir leurs besoins futurs, les Français devront limiter la baisse prévisible des prestations moyennes versées par ces régimes par une contribution individuelle additionnelle.

Les gestions ont et auront leur rôle à jouer, d'une part dans l'accompagnement des épargnants pour comprendre et évaluer les efforts financiers nécessaires en fonction de la situation patrimoniale et de capital humain de chaque individu, et d'autre part en offrant des solutions d'investissement à long terme qui permettent de réaliser leurs objectifs, via la constitution d'un patrimoine suffisant.

Permettre et encourager l'accumulation d'une épargne sur le long terme, c'est-à-dire initiée très tôt dans le cycle de vie des individus, devraient être au cœur de la politique de l'épargne. La prise en compte de cet horizon long, c'est-à-dire une durée d'investissement longue, est un point essentiel, afin de permettre l'orientation des flux financiers vers des actifs moins liquides et présentant un profil rendement-risque plus rémunérateur sur le long terme.

La faiblesse des rémunérations des comptes et livrets et sur les marchés de taux, particulièrement pour les titres de dettes publiques, impacte de façon croissante les contrats d'épargne investis de façon dominante en obligations. Ces placements qui constituent la grande majorité du patrimoine financier des individus ne permettront plus d'atteindre cet objectif.

Il devient donc urgent, dans un cadre réglementairement et fiscalement adapté, accessible au plus grand nombre, d'accroître les placements vers des actifs, en principe, plus rémunérateurs à long terme. À titre de comparaison, le poids des actions cotées, détenues directement ou indirectement, dans le patrimoine financier des épargnants anglo-saxons est de l'ordre de trois fois supérieur à celui des épargnants français.

Dans une logique de long terme, il résulte de cet écart dans la structure des patrimoines un fort risque de sous-rémunération de l'épargne, affectant plus particulièrement les jeunes actifs, les plus à même de bénéficier des avantages de la capitalisation des rentabilités et aujourd'hui faiblement investis en actions du fait d'absence d'incitations. Pour fixer les idées, le surplus de patrimoine constitué d'une épargne homogène régulière pendant 40 ans de rendement net annualisé de 4 % au lieu de 2 % s'élève à 60 % (si 5 % au lieu de 2 % alors 100 %).

Si l'espérance d'une rentabilité plus élevée à court-moyen terme s'accompagne d'un accroissement du risque, l'allongement de la durée d'investissement offre l'opportunité de construire des solutions d'épargne à désensibilisation progressive des rendements / risques les moins prédictibles à l'approche du terme. L'expertise reconnue des gestions est au cœur de ce processus de diversification des risques et d'allocation d'actifs.

L'accroissement nécessaire de la rentabilité de l'épargne, dans un budget de risque et / ou selon des objectifs définis au départ, implique une durée d'investissement suffisamment longue et l'acceptation d'investir dans des actifs qui semblent plus risqués à court-moyen terme, comme par exemple les actions.

L'objet de cette courte étude (dont la méthodologie est en annexe 1b) est de rappeler simplement deux caractéristiques du couple rendement-risque de l'investissement en actions :

- la probabilité de gain augmente fortement avec l'allongement de la durée d'investissement ;
- un investissement de long terme fractionné en versements périodiques atténue les fluctuations du marché.

Elle est suivie de deux études (annexe 1a), qui outre conforter les premiers résultats, rappellent également que l'investissement en actions est beaucoup plus rémunérateur sur le long terme que l'investissement en produits de taux.

Le tableau ci-dessous présente, sur la période d'observation 1988-2016, les distributions de rendements réels annualisés pour différentes durées de placement :

### Rendements réels et probabilité de gain du CAC 40 dividendes nets réinvestis

Période 1988-2016	Durée de l'investissement				
	1 an	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Rendement moyen annualisé	7,9%	4,8%	5,0%	4,1%	4,6%
• dont gain annualisé maximal	(+ 85,1 %)	(+ 31,3 %)	(+ 16,2 %)	(+ 9,4 %)	(+ 9,1 %)
• dont perte annualisée minimale	(- 48,3 %)	(- 11,8 %)	(- 5,8 %)	(- 2,1 %)	(+ 2,4 %)
• Amplitude (gain/perte)	133,4 %	43,1 %	22,0 %	11,5 %	6,7 %
Probabilité de gain	67 %	65 %	81 %	89 %	100 %

Source : Euronext, calculs AFG.

#### Grille de lecture :

Il existe 3 414 observations successives, avec un pas d'observation journalier, de rendements pour des investissements d'une durée de 15 ans sur la période 1988-2016. La première observation de rendement débute fin décembre 2002 soit 15 ans après un investissement réalisé fin 1987, la seconde le lendemain et ainsi de suite jusqu'à fin avril 2016. Un investisseur a une probabilité de 89 % d'obtenir un rendement réel annualisé positif, et la moyenne de l'ensemble des observations est de 4,1 %.

Le risque d'un investissement en actions (ici représenté par l'indice des plus grandes capitalisations de la bourse de Paris), décroît très fortement avec l'allongement de la durée d'investissement.

Sur la période, la probabilité de gain d'un investissement est de deux tiers pour les investissements de 1 an ou 5 ans, et progresse ensuite avec la durée d'investissement. Celle-ci est de 89 % pour une durée d'investissement de 15 ans et atteint 100 % après 20 ans d'investissement. Soulignons d'emblée que les rendements réels négatifs observés sur les périodes d'investissement de 15 ans sont le résultat des chutes des marchés 2001-2002 et 2007-2008.

L'allongement de la durée d'investissement permet également d'atténuer les fluctuations du marché, ce que montrent les différences d'amplitude entre le gain et la perte maximum observées selon les durées d'investissement. Ainsi, l'amplitude décroît de 43 % pour un investissement de 5 ans à 6,7 % pour un investissement de 20 ans. Notons que pour ces durées d'investissement, le rendement réel moyen annualisé est, quant à lui, relativement stable entre 4 % et 5 %. La dispersion des rendements autour de la moyenne décroît donc avec la durée d'investissement, ce qui limite l'impact de la date d'entrée ou de sortie sur les marchés.

L'allongement de la durée d'investissement permet d'une part la réalisation du caractère certain du gain, et du fait de la disparition rapide des valeurs extrêmes et donc de la diminution de l'écart entre le rendement réel annualisé minimum et maximum, permet d'autre part la réalisation de ce gain dans un intervalle plus étroit autour de la moyenne.

C'est ce que montre le tableau ci-dessous, où l'on constate la concentration rapide de la distribution des rendements réels annualisés dans la fourchette 0 à + 10 % à mesure de l'allongement de la durée de placement.

### Distribution des rendements réels annualisés du CAC 40

(Données journalières sur la période 1988 à 2016)

Durée d'investissement	- 10 % à 0 %	0 % à + 5 %	+ 5 % à + 10 %	> + 10 %	Nombre d'observations
5 ans	35 %	21 %	17 %	26 %	5 926
10 ans	19 %	31 %	34 %	15 %	4 677
15 ans	11 %	40 %	49 %	0 %	3 414
20 ans	0 %	69 %	31 %	0 %	2 133

Source : Euronext, calculs AFG.

Pour une durée d'investissement de 5 ans, un investisseur a une probabilité de 26 % d'obtenir un rendement réel supérieur à 10 %, et une probabilité de 35 % d'obtenir un rendement négatif.

Pour un investissement de 20 ans, la probabilité d'obtenir un rendement réel annualisé supérieur à 10 % est nulle, l'ensemble des rendements annualisés se situant entre 0 et 10 % (soit 69 % entre 0 et 5 % et 31 % entre 5 % et 10 %). Cette analyse de la dispersion et de l'amplitude des rendements réels annualisés pour chaque durée d'investissement permet de s'affranchir de la valeur moyenne.

Si la dispersion des rendements autour de la moyenne diminue avec l'allongement de la durée d'investissement, celle-ci reste importante même pour des durées de détention de moyen-long terme. Les résultats ci-dessus montrent que pour une durée d'investissement de 20 ans les rendements réels annualisés fluctuent entre + 2,4 % et + 9,1 % pour la période 1988-2016.

On mesure ainsi l'importance du timing pour l'investisseur, dans le choix de rentrer sur le marché ou d'en sortir. En effet un investissement de rendement réel annualisé de + 2,4 % sur 20 ans procure un gain de + 61 %, alors que celui de rendement réel annualisé de + 9,1 % procure un gain de 468 %, soit un écart de 400 %.

Une manière de lisser encore davantage les fluctuations du marché et de limiter l'impact du timing d'entrée / sortie est de recourir aux versements réguliers pendant toute la période d'investissement. Ainsi, le tableau ci-dessous permet de comparer à différentes dates de clôture de l'investissement l'amplitude (différence entre le rendement maximum et minimum) de l'ensemble des rendements annualisés réels sur la période 1988 à 2015, et ce pour deux modalités d'investissement :

- un investissement unique en date d'entrée ;
- un investissement de même montant chaque année pendant toute la durée de placement.

Le risque (mesuré ici par l'amplitude des rendements) d'entrer à un mauvais moment sur les marchés est largement atténué dans le cas où des versements périodiques tout au long de la période d'investissement sont réalisés. Par exemple, pour une date de sortie en 2015, l'écart de rendement réel annualisé entre un investissement débuté en 1988 ou à une date ultérieure ne sera au maximum que de 1%. Pour la modalité à investissement unique, l'amplitude des rendements est 7 fois supérieure. Les versements périodiques permettent donc en entrant à différentes dates sur les marchés de capter à la fois les périodes de baisse et de hausse, et ainsi d'en lisser la volatilité.

### Amplitude des rendements réels annualisés selon l'année de sortie de l'investissement

(calculs sur la période 1988 à 2015)

Modalité d'Investissement	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Versement unique	3,9 %	4,7 %	5,9 %	9,5 %	9,9 %	8,7 %	7,6 %	7,3 %	6,7 %
Versement périodique	0,7 %	3,6 %	2,6 %	2,5 %	3,0 %	2,1 %	1,4 %	1,3 %	1,0 %

Source : Euronext, calculs AFG.

#### Grille de lecture :

Dans le cas d'un versement unique, la mesure de l'amplitude porte sur l'ensemble des rendements réels annualisés entre 1988 et la date de sortie (par exemple 2015). Ainsi, la première observation débute en 1988 et se termine à la date de sortie (ex. 2015), la deuxième débute en 1989 et se termine à la date de sortie (ex. 2015)... la dernière observation est réalisée 10 ans avant la date de sortie (ex. 2005) afin de ne garder que des investissements d'une durée de 10 ans minimum. Ainsi, pour l'ensemble des investissements se terminant à fin 2015, l'amplitude des rendements réels annualisés est de 6,7 % dans le cadre d'un versement unique. Dans le cas où les investissements successifs sont à modalité de versement périodique, l'amplitude des rendements est de 1 %. La date de début de l'investissement a donc beaucoup moins d'impact sur le rendement final.

# ANNEXE 3 / A

## Méthodologie

Les calculs ont été faits sur la base des données suivantes :

- cours journaliers de clôture du CAC 40 (dividendes nets réinvestis) sur la période du 31/12/1987 au 29/04/2016 (soit 28 ans et 4 mois) ;
- taux d'inflation journalier, calculé à partir du taux annuel.

Le rendement réel moyen annualisé est défini ici comme la moyenne arithmétique de l'ensemble des rendements réels annualisés avec un pas d'observation journalier pendant la durée d'investissement. Les durées d'investissement retenues sont 1 an, 5 ans, 10 ans, 15 ans, et 20 ans.

Par exemple pour un investissement d'une durée de 10 ans sur la période de fin 1987 à fin avril 2016 nous obtenons 4 677 observations de rendement. La première observation débute fin 1997 (soit 10 ans après un investissement réalisé fin 1987) et la dernière fin avril 2016 (soit 10 ans après un investissement réalisé fin avril 2006). Chacun de ces rendements obtenus pour des investissements d'une durée de 10 ans est ensuite annualisé, puis déflaté de l'inflation mesurée pendant sa période d'investissement.

La probabilité de gain est définie comme le rapport du nombre d'investissements délivrant un rendement réel positif sur le nombre d'investissements possibles sur la période.

Cette période relativement longue englobe différentes phases de croissance et de crise, dans un contexte d'inflation modérée à la fin des années 80 puis de baisse tendancielle jusqu'à une inflation nulle en 2015.

## ANNEXE 3/B

L'étude de l'INSEE sur la période 1951-2000 conforte ces résultats : baisse de la volatilité et hausse de la probabilité de gain avec l'allongement de la durée d'investissement. Les rendements réels annualisés sont quant à eux légèrement supérieurs.

### Espérance de gains et volatilité des rendements selon la durée de placement, sur la période 1951-2000 (chiffres en %)

		1 an	5 ans	10 ans	30 ans
<b>Actions</b>	Espérance de gain (moyenne des rendements)	<b>8,6</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>
	Volatilité (écart-type des rendements)	21,5	9,3	6,5	1,7
	Probabilité de réaliser un gain	<b>65,3</b>	<b>77,8</b>	<b>75,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Obligations</b>	Espérance de gain (moyenne des rendements)	4,9	4,7	4,7	4,4
	Volatilité (écart-type des rendements)	6,1	3,7	3,4	1,2
	Probabilité de réaliser un gain	<b>77,6</b>	<b>88,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Or</b>	Espérance de gain (moyenne des rendements)	(-0,1)	0,2	0,6	2,2
	Volatilité (écart-type des rendements)	17,8	8,1	6,7	0,8
	Probabilité de réaliser un gain	<b>40,8</b>	<b>33,3</b>	<b>42,5</b>	<b>100,0</b>

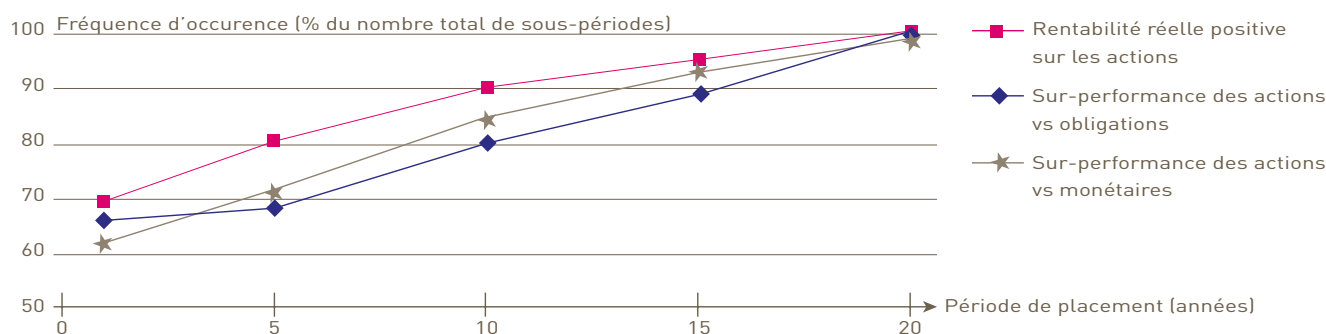
Source : INSEE Première, n° 827, février 2002.

**Lecture :** sur 10 ans, les actions rapportent en moyenne 6,2 % par an, et leur volatilité est de l'ordre de 6,5 %. La probabilité de gain est alors de 75 %.

On retrouve la hiérarchie habituelle des rendements d'actifs : les actions ont rapporté plus que les obligations, certes avec une volatilité supérieure, mais dont l'écart se réduit avec l'accroissement de la durée d'investissement.

Garnier et Thesmar (*Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, 2009), montrent également qu'aux États-Unis, sur la période 1872 à 2008, l'allongement de la durée d'investissement augmente la probabilité de gain sur les actions. Celle-ci est de 100 % après 20 ans d'investissement. L'allongement de la durée d'investissement augmente également la probabilité de surperformance des actions sur les produits de taux, obligataires et monétaires.

### Performances relatives des placements actions, obligataires et monétaires aux États-Unis entre 1872 et 2008



Garnier et Thesmar (*Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, 2009).



# ANNEXE 4

## INDICE INSTI 7 SUR LE PERCO PILOTÉ



Paris, le 30 juin 2016

### Perco pilotés : des performances supérieures à l'assurance-vie

*L'indice Insti7 Perco indique la performance des Perco pilotés depuis leur création.*

*4,24 % de performance annualisée pour les Perco pilotés entre le 28/02/2005 et le 31/12/2015, contre 3,57 % pour les fonds en euros d'assurance-vie sur la même période.*

Performance de l'indice Insti7 Perco en 2015 : + 6,91 % ; + 2,65 % pour les fonds en euros.

Les PERCO (Plans d'Épargne pour la Retraite Collectifs), mis en place par la loi Fillon de 2003, proposent aux épargnants plusieurs modes de gestion financière :

- Une *gestion libre* : choix des supports d'investissement par le salarié, et ce parmi différents FCPE (Fonds Communs de Placement d'Entreprise) proposés dans le cadre de l'épargne salariale ;
- Une *gestion pilotée* : une gestion déléguée aux gestionnaires (sociétés de gestion et teneurs de comptes). Elle consiste, en fonction de l'âge de départ à la retraite de l'épargnant, à répartir les investissements sur 3 principales classes d'actifs (actions, obligations, monétaire), tout en diminuant le poids des actifs risqués au profit d'actifs moins risqués à l'approche de l'âge du départ en retraite. Cette gestion pilotée peut également être effectuée par le biais de fonds à échéance (exemple : FCPE 2025 ou 2030, etc.).

Grâce à sa technique de **sécurisation progressive de l'épargne**, la **gestion pilotée**, devenue le **mode de gestion par défaut** depuis la **loi Macron de 2015**, est supposée correspondre au plus grand nombre de **salariés, non spécialistes des marchés financiers**.

Or, selon les statistiques de l'AFG (Association Française de la Gestion Financière), les actifs du PERCO investis sur les **fonds monétaires**, à rendement très faible, restent encore élevés : **plus de 30 % des encours** (*statistiques AFG au 31/12/2015*).

Par ailleurs, seulement **30 % des salariés choisissent la gestion pilotée**. 70 % d'entre eux optent pour un mode de gestion libre ; cependant, grâce à **l'effort d'information des acteurs**, on note une évolution positive du ratio de gestion pilotée, puisque celui-ci n'était que de **26 % en 2013**.

L'Indice Insti7 Perco a pour objectif de **mesurer la performance moyenne des Perco pilotés** par rapport aux **autres produits d'épargne plébiscités par les Français**.

Participent à l'étude depuis son lancement en 2014, **7 sociétés de gestion** d'épargne salariale, représentant **plus de 90 % des encours** d'épargne salariale.

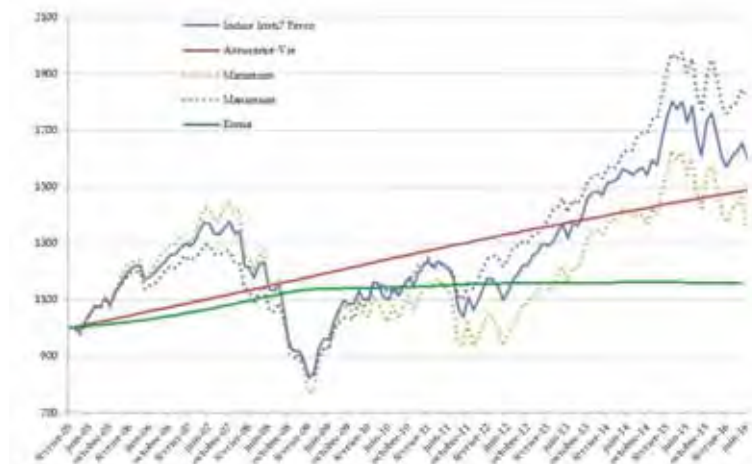
## Synthèse de la méthodologie de calcul de l'Indice Insti7 Perco

Vous pouvez consulter la synthèse de la méthodologie de calcul de l'Indice Insti7 Perco sur le site [www.insti7.com](http://www.insti7.com). L'Indice sera publié tous les mois.

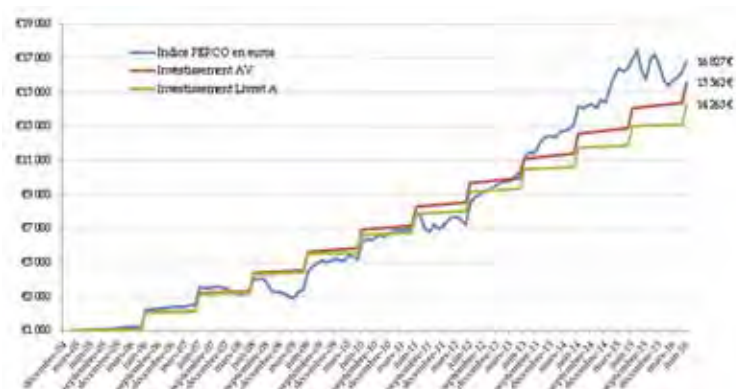
Elle s'appuie sur trois éléments :

- la *performance* de la grille de gestion pilotée "Équilibre" de chacun des acteurs, intégrant 3 FCPE multi-entreprises ;
- une *pondération* par le poids des tranches d'âge des épargnants (30-39 ans, 40-49 ans, 50-59 ans) dans les encours Perco (données AFG) ;
- une *pondération* par le poids de chaque acteur dans les encours globaux d'épargne salariale (données AFG).

## Évolution comparée de l'Indice Insti7 Perco, de l'Eonia et des contrats en euros



## Évolution comparée : la vertu des versements réguliers (exemple de versements annuels réguliers)



## Principaux enseignements

- Les **grilles standard** de gestion pilotée ont **résisté aux crises** de 2007-2008 (subprimes) et 2011 (crise des dettes souveraines), et ce même si certaines grilles devraient être revues, notamment des grilles dédiées à des entreprises spécifiques.
- L'**indice Insti7 Perco** affiche une **performance moyenne supérieure à celle des fonds d'assurance vie en euros** entre le 28/02/2005 et le 31/12/2015 :
  - + 4,24 % en moyenne annualisée pour l'indice Insti7 Perco, contre
  - + 3,57 % pour les fonds d'assurance vie en euros ;
- L'indice Insti7 Perco : **un outil de pédagogie et d'illustration** de l'intérêt de la **gestion pilotée** pour des **épargnants non spécialistes** des marchés financiers :
  - maîtrise du risque sur le long terme, grâce à la vertu de **versements réguliers**, une **diversification des actifs** et un **pilotage de l'allocation entre actifs** ;
  - limite de l'utilisation de **placements monétaires** comme **supports principaux d'investissement** dans le cadre d'une épargne **long terme** ;
  - capacité à **préserver le pouvoir d'achat des épargnants** (contre l'inflation) sur une longue période d'investissement, contrairement à un placement essentiellement monétaire.
- Au-delà de l'abondement, la gestion financière a un impact significatif sur la **valorisation à long terme** de l'épargne des salariés.

*Insti7 est un cabinet indépendant de conseil en investissements financiers et en ingénierie sociale.*

*La société développe ses activités de conseil auprès d'entreprises et d'investisseurs institutionnels (Caisses de retraites, institutions de prévoyance, mutuelles, fondations, associations...).*

*Insti7 est immatriculée sous le numéro ORIAS 13000536 auprès de l'ACIFTE (Association des Analystes Conseillers en Investissement, Finance et Transmission d'Entreprise).*

*Pour plus d'informations, merci de contacter Patrick Behanzin au 01 47 42 77 58 ou [patrick.behanzin@insti7.com](mailto:patrick.behanzin@insti7.com)*



## REMERCIEMENTS

L'Association Française de la Gestion financière remercie l'ensemble des personnes interviewées et les membres des comités qui ont participé à l'élaboration de ce Livre Blanc.

## CONTRIBUTEURS

### COMITÉ D'ORIENTATION

Jean-François Boulter, *Aviva Investors*.

Guillaume Dard, *Montpensier Finance*.

Didier Le Menestrel, *La Financière de l'Echiquier*.

Daniel Roy, *La Banque Postale AM*.

Pierre Bollon, *AFG*.

### COMITÉ D'EXPERTS

Jean-Marie Catala, *Groupama AM*.

Bertrand Merveille, *La Financière de l'Echiquier*.

Pierre Schreck, *Amundi*.

Frédéric Surry, *BNP Paribas IP*.

Philippe Setbon, membre du Comité stratégique de l'AFG et président de la Commission Solutions d'épargne, a présidé ces travaux.

Laure Delahousse, AFG, a été le rapporteur de ces travaux.

AFG  
Service Communication

31 rue de Miromesnil  
75008 Paris

T: 01 44 94 94 00

 @AFG\_France

[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

