CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES
Séance plénière du 24 janvier 2018 à 9h30
« L'épargne en vue de la retraite »

Document n° 1
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Note de présentation générale

Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites

L'épargne en vue de la retraite

D'après les projections à long terme publiées dans le rapport du COR de juin 2017, le niveau de vie relatif des retraités rapporté à celui de l'ensemble de la population s'établirait entre 81 % et 95 % en 2070 selon les scénarios de progrès de productivité du travail, contre 106,1 % en 2014. On observerait également une baisse des taux de remplacement au fil des générations. Pour le cas type de non-cadre du privé, le taux de remplacement sur l'ensemble du cycle de vie diminuerait uniformément au fil des générations, passant de 75,5 % pour la génération 1940 à une valeur comprise entre 55,0 % (scénario de progrès tendanciel de productivité à 1,8 %) et 68,3 % (scénario 1 %) pour la génération 2000.

Cette moindre générosité du système de retraite par répartition projetée à long terme invite à actualiser les travaux consacrés à l'épargne retraite présentés dans la séance du COR de juillet 2015. Cette actualisation entre également en résonance avec la séance du COR de décembre 2017 consacrée aux opinions sur la retraite qui montre que 70 % des non-retraités estiment que leur niveau de vie à la retraite sera inférieur à celui de l'ensemble de la population. Selon un sondage réalisé en février 2017 pour le Cercle des épargnants¹, la précaution (pour 41 % des épargnants) et la solidarité intergénérationnelle (pour 33 %) sont les principales motivations de l'acte d'épargne, la préparation à la retraite n'intervenant qu'en troisième position (20 %). 50 % des actifs déclarent épargner en vue de leur retraite, 15 % le faisant régulièrement.

On peut définir l'épargne retraite comme une épargne accumulée pendant la vie active, afin de pouvoir faire face aux risques susceptibles de survenir en fin de vie : risque de revenu (risque de n'être plus capable d'exercer une activité rémunérée à âge élevé), risque de consommation (risque de devoir faire face à des dépenses, notamment médicales, liées au grand âge), incertitude sur la durée de vie et éventuellement d'autres incertitudes liées à la pérennité des systèmes publics de couverture sociale ou à la distension des solidarités familiales. Par construction, cette épargne retraite est une épargne de long terme, voire de très long terme, compte tenu de l'espérance de vie projetée. *Stricto sensu*, l'épargne retraite se caractérise par deux éléments clefs : le blocage des sommes épargnées jusqu'au départ à la retraite (l'épargne retraite est un produit « tunnel ») ; la sortie en rente viagère (techniquement, la rente assure la mutualisation du risque viager).

Cette définition conceptuelle s'écarte de la réalité des produits d'épargne retraite effectivement proposés par les intermédiaires financiers. Certains dispositifs d'épargne explicitement conçus en vue de la retraite, comme le plan d'épargne retraite populaire (PERP) et le plan d'épargne retraite collectif (PERCO) instaurés par la loi du 21 août 2003 comportent des modalités telles que les possibilités de déblocage anticipé de l'épargne ou le versement d'un capital à l'échéance, qui les éloignent du concept pur d'épargne retraite. Le déblocage anticipé implique que la stratégie d'investissement n'est plus calée sur un horizon de long terme et la sortie en capital modifie les conditions de mutualisation du risque viager.

Par ailleurs, cette définition ne tient pas compte du fait qu'il n'existe pas une correspondance univoque entre un motif d'épargne (en l'occurrence, la préparation à la retraite) et un support d'épargne donné. D'autres produits financiers, comme les parts d'organismes de placement collectif, l'assurance vie, voire les actions et obligations détenues en direct, peuvent être

¹ Sondage auprès de d'un échantillon représentatif de 1000 français de 18 ans et plus, selon la méthode des quotas, entre le 10 et le 22 février 2017 <https://www.slideshare.net/IpsosFrance/les-franais-lpargne-et-la-retraite>

considérés par les ménages comme de proches substituts à l'épargne retraite. Au-delà des produits financiers, l'acquisition d'un bien immobilier est également perçue par les ménages comme un moyen de préparer sa retraite, notamment dans un contexte de forte revalorisation des biens immobiliers au cours des dernières décennies². Dès lors, l'épargne en vue de la retraite ne se limite pas aux dispositifs d'épargne retraite supplémentaire considérés comme tels en France et analysés dans les deux premières parties de ce dossier (**documents n° 2 à 8**).

Pour cette raison, la troisième partie du dossier (**documents n° 9 à 13**) élargit la problématique en analysant les comportements d'épargne et de détention patrimoniale des ménages en France. Elle offre des pistes de réflexion sur le degré de substitution entre l'épargne et la couverture du risque de longévité par le système de retraite obligatoire en répartition, sur l'adéquation des contrats d'assurance vie comme substituts à l'épargne retraite et sur les moyens de développer des produits financiers appropriés à la couverture du risque de longévité qui tiennent compte des préférences effectives des ménages français. Est également abordée la question des incitations fiscales, financières et non pécuniaires susceptibles d'accroître la détention de produits d'épargne retraite.

Enfin, la quatrième partie du dossier apporte un éclairage sur les comportements d'épargne retraite à l'étranger (**documents n° 14 à 16**).

1. Les dispositifs d'épargne retraite supplémentaire : cadrage juridique et statistique

1.1. Caractéristiques des dispositifs d'épargne retraite supplémentaire

L'épargne retraite supplémentaire offre à toute personne la possibilité de se constituer, à titre individuel ou dans le cadre de son activité professionnelle, une épargne en vue de la retraite, en complément des régimes de retraite légalement obligatoires.

Les produits d'épargne retraite supplémentaire sont nombreux. Le **document n° 2** en présente un panorama, en les distinguant selon qu'ils sont à cotisations définies ou à prestations définies et selon qu'ils sont souscrits à titre personnel ou à titre professionnel. D'autres caractéristiques importantes comme le public visé, les modalités de paiement des cotisations ou de versement des prestations (possibilités de rachat avant terme, sortie en rente ou en capital) et les exonérations fiscales auxquelles ils donnent droit permettent de les caractériser.

Ces dispositifs sont gérés en capitalisation par des sociétés d'assurances, des mutuelles, des institutions de prévoyance ou des sociétés de gestion qui collectent les primes versées par les adhérents et constituent des fonds qui sont placés sur différents instruments financiers jusqu'au versement des prestations qui s'effectue généralement à la date de départ à la retraite du souscripteur.

1.2. Les évolutions réglementaires récentes

Le document n° 1 de la séance de juillet 2015 du COR a détaillé les évolutions réglementaires et prudentielles intervenues entre 2010 et 2015 en matière d'épargne retraite supplémentaire.

² « Pour 34 % des français, investir dans du patrimoine immobilier représente un meilleur moyen que l'épargne pour placer son argent avant la retraite. » (Le livre blanc de l'épargne retraite, Sondage OpinionWay pour l'Association Française de Gestion Financière, décembre 2016).

Depuis lors, la loi du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques a introduit plusieurs mesures relatives à l'épargne retraite :

- la suppression de la contribution de 8,2 % à la charge des employeurs sur la part d'abondement versé au PERCO supérieure à 2 300 euros ;
- la baisse du forfait social de 20 % à 16 % pour les versements des sommes issues de l'intéressement, de la participation et l'abondement de l'employeur à un PERCO sous conditions (affectation des sommes à la gestion pilotée ou au financement des PME-ETI) ;
- la possibilité de transférer 10 jours de repos non pris (au lieu de 5) sur le PERCO.

Depuis 2015, les principales évolutions réglementaires concernent les règles de fonctionnement des régimes de retraite supplémentaire par points (régimes dits de « branche 26 ») d'une part, et la création des fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) d'autre part. Le **document n° 3** fait le point sur les réformes de l'épargne retraite introduites par la loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite loi Sapin 2.

La loi Sapin 2, complétée par l'ordonnance du 6 avril 2017, a également entraîné une refonte des règles de pilotage et d'information des épargnants des régimes de retraite supplémentaire par points, tel que la PREFON, le FONPEL ou le COREM. Outre l'harmonisation des règles pour les organismes relevant de différents codes (assurances, mutualité ou sécurité sociale), elle autorise l'ensemble des régimes à réduire la valeur de service du point (les régimes de branche 26 relevant du code des assurances ne le pouvant pas jusqu'alors). La possibilité de réduire la valeur de service est limitée aux situations dans lesquelles la situation financière du régime est dégradée, c'est-à-dire lorsque le taux de couverture des engagements devient inférieur à 95 % ou à 100 % pendant trois exercices successifs. Le montant maximal de la baisse de la valeur de service est encadré.

Enfin, la loi Sapin 2 a créé une nouvelle catégorie d'organismes, les fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) afin d'offrir un cadre prudentiel conforme à la directive communautaire Institutions de retraite professionnelle (IRP). Tant que les règles prudentielles applicables aux activités de retraite supplémentaire étaient alignées sur celles des activités d'assurance, l'absence d'organismes dédiés à la gestion de l'épargne retraite supplémentaire en France ne posait pas problème. L'objectif est de permettre aux organismes prestataires de rentes viagères de couvrir des engagements de très long terme par des investissements en actions, avec des exigences de fonds propres limitées à la couverture des risques d'engagement (et donc sans la charge supplémentaire en fonds propres pour les risques supportés à l'actif prévue pour les entreprises d'assurance avec la directive Solvabilité 2). En revanche, les règles de gouvernance, d'investissements et de *reporting* applicables à ces FRSP restent proches de Solvabilité 2. Les premiers FRSP, qui ont vocation à porter les contrats d'épargne retraite supplémentaire, devraient voir le jour en 2018.

1.3. Le cadre fiscal

Le **document n° 4** détaille la fiscalité applicable aux dispositifs d'épargne retraite supplémentaire facultatifs. Que ces dispositifs soient à prestations ou cotisations définies, ils obéissent globalement tous, au plan fiscal, au même principe pour leurs bénéficiaires :

- si les cotisations sont déductibles ou exonérées à l'entrée, les prestations sont fiscalisées à la sortie : les rentes viagères sont imposées au barème progressif selon les mêmes règles que les pensions de retraite et bénéficient de l'abattement de 10 %, alors que les prestations servies en capital sont imposées au barème progressif ou, sur option, au taux de 7,5 % ;

- à l'inverse, si les cotisations ne sont ni déductibles ni exonérées à l'entrée, les prestations versées ne sont pas fiscalisées à la sortie. Les rentes sont imposées selon le régime des rentes viagères à titre onéreux.

Le régime fiscal de l'épargne retraite peut être résumé par la combinaison de deux éléments : l'exonération (E) ou l'imposition (T) et la phase du placement (cotisations à l'entrée puis revenus des placements pendant la phase d'accumulation et, enfin, prestations à la sortie). Le tableau 1 ci-après résume la fiscalité applicable aux différents dispositifs selon cette grille de lecture. On notera que la combinaison fiscale la plus répandue est une exonération/imposition partielle à l'entrée, une exonération pendant la phase d'accumulation, et une imposition à la sortie.

Tableau 1 : caractéristiques générales de la fiscalité des régimes dispositifs d'épargne retraite facultatifs

Dispositif	Cotisations	Revenus des placements	Prestations
Contrat « Article 39 » (EET)	E (IR, CSG & CRDS)	E (IR, CSG & CRDS)	T (IR, CSG & CRDS + taxe à la charge de l'employeur)
Contrat « Article 83 » et plan d'épargne retraite d'entreprise (PERE) (tET)	Obligatoires : E (IR si cotisations < 8 % du salaire brut) Facultatifs : E (IR si cotisations < 10 % du revenu brut) ; T (CSG et CRDS)	E (IR, CSG et CRDS)	T (IR, CSG et CRDS)
Plan d'épargne retraite populaire (PERP), PREFON, COREM (tET)	E (IR si cotisations < 10 % du revenu brut) T (CSG et CRDS)	E (IR, CSG et CRDS)	T (IR, CSG et CRDS)
Contrat « Madelin » ou « Madelin agricole » (tET)	E (BIC, BNC) T (CSG et CRDS)	E (IR, CSG et CRDS)	T (IR, CSG et CRDS)
Plan d'épargne retraite collectif (PERCO) (tt)	Employé (versements volontaires) : T (IR, CSG et CRDS) ; Employé (sommes issues de la participation et de l'intéressement) : E (IR, CSG et CRDS) Employeur : E (IR) ; T (CSG et CRDS)	T (CSG et CRDS lors du retrait)	E (IR pour retrait en capital) T (IR pour retrait en rente)

Notations : T signifie imposition ; t, imposition partielle ; E, exonération.

Lecture : le PERCO prévoit que les versements volontaires des employés sont soumis à prélèvements (T) au titre de l'impôt sur le revenu (IR), de la CSG et de la CRDS. Lorsque les versements des employés sont issus de la participation et de l'intéressement, ils sont exonérés (E) de tous prélèvements ; les versements effectués par l'employeur pour le compte de l'employé sont exonérés d'IR. Les revenus des placements acquis pendant la phase d'accumulation sont soumis à CSG et CRDS lors du retrait. Lorsque la sortie s'effectue en capital, elle est exonérée (E) d'impôt sur le revenu, mais la sortie en rente est imposable (T) à l'impôt sur le revenu.

1.4. Les éléments statistiques

Le **document n° 5** de la DREES fournit les principales données statistiques concernant les effectifs d'adhérents et de bénéficiaires de contrats d'épargne retraite supplémentaire, ainsi que les masses financières en jeu à fin 2015. En 2015, 13 milliards d'euros de cotisations ont été collectées dans le cadre des contrats de retraite supplémentaire. Le montant des prestations versées au titre de ces contrats s'est élevé à 5,7 milliards d'euros. Ces dispositifs restent marginaux dans l'ensemble des régimes de retraite légalement obligatoires ou supplémentaires : les cotisations versées ne représentent que 4,3 % de l'ensemble des cotisations acquittées au titre de la retraite et les prestations 1,9 % de l'ensemble des prestations retraite servies. Les provisions mathématiques au titre de la retraite supplémentaire, c'est-à-dire les réserves couvrant les engagements des sociétés d'assurances à l'égard de l'ensemble des bénéficiaires, s'élèvent à 207 milliards d'euros, à comparer à un encours de 1 600 milliards d'euros de provisions mathématiques au titre de l'assurance vie.

Fin 2015, tous produits confondus, le nombre d'adhérents à un contrat de retraite supplémentaire s'élevait à 12,2 millions³. 22 % des actifs occupés ont cotisé à un contrat. Les adhérents sont plus âgés que la moyenne de la population : 71 % ont plus de 40 ans. Le montant moyen de cotisation à un dispositif souscrit à titre personnel s'est élevé en 2015 à 934 euros, et c'est le PERP qui a enregistré la plus forte progression de la cotisation moyenne entre 2014 et 2015. S'agissant des dispositifs souscrits à titre professionnel, le montant moyen cotisé par les professions indépendantes s'est élevé à 2 001 euros, contre 992 euros pour la cotisation moyenne des salariés au PERCO. Tous produits confondus, 68 % des versements sont inférieurs à 1 500 euros et 7 % supérieurs à 5 000 euros.

S'agissant des bénéficiaires, 2,2 millions de personnes ont bénéficié de prestations de retraite supplémentaire en 2015. 2,1 millions de rente viagère ont été servies, couvrant un peu plus de 11 % des retraités de droit direct. Le montant individuel moyen de la rente viagère annuelle s'est élevé en 2015 à 1 560 euros pour les contrats souscrits à titre personnel, et 2 750 pour les contrats souscrits à titre professionnel. Les rentes sont plus élevées pour les produits à prestations définies.

2. La préparation collective à la retraite

Si les régimes de retraite obligatoires en répartition sont nécessairement collectifs, l'épargne retraite peut être constituée de manière personnelle ou collective. L'article 107 de la loi du 9 novembre 2010 précise : « L'épargne retraite, qui vise à compléter les pensions dues au titre des régimes de retraite par répartition légalement obligatoire, 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 ».

Parmi les dispositifs de retraite supplémentaire, les dispositifs souscrits dans un cadre professionnel occupent une place prépondérante, avec 78 % du total des cotisations versées et du total des provisions mathématiques en 2015.

³ Nombre de contrats en cours de constitution, sans correction des doubles comptes : une même personne peut avoir souscrit à plusieurs contrats différents.

D'après le **document n° 8** qui exploite les données de la dernière enquête annuelle ACEMO-PIPA⁴ de la DARES, 14 % des entreprises de 10 salariés ou plus du secteur marchand non agricole proposent un dispositif de retraite supplémentaire à leurs salariés, sous la forme de contrats à prestations définies (« article 39 ») ou à cotisations définies (« articles 82 et 83 », PERE). Cette part augmente avec la taille des entreprises. Les contrats à cotisations définies sont plus fréquents (12 % des entreprises) que les contrats à prestations définies (1,4 % des entreprises).

Les **documents n° 6 et n° 7** offrent un éclairage statistique sur le plan d'épargne retraite collectif (PERCO). Le PERCO est un dispositif d'épargne salariale alimenté comme le plan d'épargne entreprise. Tous les salariés (également les chefs d'entreprise ou dirigeants) sont éligibles au PERCO, sous condition éventuelle d'ancienneté qui ne peut excéder trois mois. L'adhésion du salarié est facultative et le salarié doit manifester son souhait d'adhérer au PERCO ; l'adhésion au plan par défaut des salariés est cependant possible, sauf avis contraire de ces derniers, si le règlement du plan le prévoit. Le PERCO est alimenté par des versements volontaires du salarié (dans la limite de 25 % de sa rémunération annuelle), par des versements issus de l'intéressement, de la participation aux résultats ou d'un compte épargne-temps. L'entreprise peut alimenter le plan, même en l'absence de contribution du salarié et effectuer un versement complémentaire (abondement) issu de la participation, limité à 16 % du plafond annuel de la Sécurité sociale et au triple de la contribution du salarié. Le règlement du plan doit proposer au moins trois fonds d'investissement (Sicav ou Fonds Commun de Placement d'Entreprise) présentant des profils d'investissement différents dont au moins un fonds solidaire, avec sortie en rente ou en capital. Depuis la loi du 6 août 2015, les salariés sont orientés par défaut vers des placements à gestion pilotée consistant à réduire l'exposition aux risques de marchés à l'approche de retraite. Les sommes versées sur le PERCO du salarié sont bloquées jusqu'à son départ à la retraite et la sortie s'effectue en rente ou en capital si le règlement du plan le prévoit. Des possibilités de déblocage anticipé existent cependant, en cas de décès du bénéficiaire, d'acquisition ou de remise en état de la résidence principale à la suite d'une catastrophe naturelle, en cas de surendettement du participant au plan, d'invalidité reconnue du bénéficiaire ou d'expiration des droits à l'assurance chômage du titulaire du plan. Compte tenu des possibilités de déblocage anticipé et d'une fiscalité incitative à la sortie en capital⁵, le PERCO s'éloigne d'un pur produit d'épargne retraite.

Depuis sa création en 2003, le PERCO enregistre une croissance continue du nombre de salariés couverts (22 % en 2014) et des encours gérés. Le montant annuel moyen épargné s'élevait à 1 420 euros en 2014, avec de fortes disparités selon la taille et le secteur d'activité de l'entreprise. L'abondement de l'employeur est la principale source d'alimentation du PERCO (**document n° 6**).

À fin juin 2017, les encours gérés dans les PERCO atteignaient 15,3 milliards d'euros (en progression de 17 % sur un an). L'encours moyen détenu par bénéficiaire s'élevait à 6 147 euros. 33 % des encours étaient placés en fonds diversifiés, 25 % en fonds monétaires, 23 % en fonds actions et 19 % en fonds obligataires. La gestion pilotée en fonction de l'âge progresse depuis 2015 ; elle concerne désormais 41 % des bénéficiaires et 30 % des encours. S'agissant de la performance, la rentabilité annualisée en termes réels sur la période 2003-2016 s'établit à 2,0 % lorsqu'on considère un placement en totalité en début de période et à 1,1 % lorsque les versements sont fractionnés en part égale chaque année (**document n° 7**).

⁴ Activité et conditions d'emploi de la main d'œuvre sur la participation, l'intéressement, les plans d'épargne entreprise et l'actionnariat des salariés.

⁵ En 2015, 100 % des prestations versées au titre du PERCO ont été des sorties en capital (voir **document n° 6**).

3. Les comportements d'épargne en vue de la retraite

L'épargne en vue de la retraite s'inscrit dans un contexte plus large que le seul choix de placement dans un dispositif dédié d'épargne retraite supplémentaire. En effet, les comportements d'épargne des ménages sont le fruit d'arbitrages dans lesquels la place des régimes de retraite obligatoires, les incitations fiscales, mais également les effets d'offre occupent une place importante.

3.1. *Quelle place de l'épargne retraite dans le patrimoine des ménages en France ?*

En 2015, près de 94 % des ménages ordinaires en France détiennent un patrimoine privé autre qu'un compte chèques. Ce patrimoine peut prendre la forme d'actifs financiers (livrets d'épargne, valeurs mobilières, produits d'assurance vie ou d'épargne retraite) ou de biens immobiliers (résidence principale, secondaire ou immobilier de rapport). Si 90 % des ménages détiennent des actifs financiers, la part des détenteurs de valeurs mobilières (directement ou *via* des parts d'organismes de placement collectif) est passé de 24 % en 2004 à 16,5 % en 2015. Avec la crise financière, l'épargne retraite⁶, avec ses avantages en termes de sécurité et de fiscalité, a connu une évolution en miroir : en 2015, le taux de détention de cette forme d'épargne atteignait 44 %, contre 37 % en 2004 (**document n° 9**). Le revenu est la variable qui possède le pouvoir explicatif le plus important du niveau, et de la dispersion, des patrimoines. S'agissant du taux de détention de l'épargne retraite, il croît toutes choses égales par ailleurs avec le niveau de revenu, l'âge (y compris au-delà de 70 ans) et le niveau d'éducation ; le statut d'indépendant augmente fortement le taux de détention, par rapport à toutes les autres catégories sociales. Selon les données de l'enquête Patrimoine 2014-2015, près d'un quart des ménages qui épargnent indique qu'il s'agit avant tout de « préparer ses vieux jours », les indépendants retenant plus souvent ce motif que les salariés. De manière moins attendue, c'est aussi un motif avancé par les plus âgés.

3.2. *Quelle est l'influence du système de retraite par répartition sur l'accumulation patrimoniale des ménages en France ?*

Ces dernières données montrent que la préparation à la retraite, y compris lorsqu'on est déjà retraité, dépend de la couverture du risque de longévité apportée par les régimes de retraite obligatoires. Le **document n° 10** approfondit cette analyse des interactions entre le système de retraite et les comportements d'accumulation patrimoniale des ménages en France.

Au niveau théorique, un système de retraite obligatoire a des effets contradictoires sur l'épargne des ménages : une réduction de l'épargne car les droits à retraite évincent l'épargne privée, d'autant plus que les ménages sont jeunes et font face à des contraintes de liquidité ; un accroissement de l'épargne pour couvrir une période d'inactivité plus longue, si le système de retraite permet une cessation d'activité précoce. A partir des données de l'enquête Patrimoine pour obtenir des données patrimoniales, et en utilisant le modèle Destinie pour simuler finement les droits à pension, les estimations montrent qu'une augmentation des droits à pension diminue l'accumulation de patrimoine privé des ménages. Toutefois, le chiffrage précis de cet effet de substitution reste délicat car il dépend des hypothèses faites sur le taux d'actualisation. En revanche, les auteurs montrent que la préférence pour le présent des ménages a peu d'influence sur cette substitution. Ils montrent également que la

⁶ Dans le **document n° 9**, l'épargne retraite recouvre non seulement les dispositifs d'épargne retraite supplémentaire, mais également les contrats d'assurance vie.

substitution concerne la composante financière du patrimoine, mais aussi et surtout la résidence principale.

Dans une perspective comparatiste, le **document n° 16** propose également une estimation de l'influence du système de retraite sur le comportement d'épargne des ménages. Depuis 1995, le taux d'épargne des ménages se situe en France à 15 % en moyenne, un peu en deçà de celui de l'Allemagne ou de la Belgique (16 %) mais nettement au-dessus des autres pays de la zone euro (11 %). Les systèmes de retraite obligatoire ont tendance à réduire le taux d'épargne des ménages, de manière très marginale dans les pays où prédomine la répartition comme en France, mais très significative aux Pays-Bas (-6 points) et en Irlande (-3 points), pays dans lesquels les régimes de retraite par capitalisation sont très développés. L'essentiel des différences de taux d'épargne s'explique par des propensions à épargner spécifiques à chaque pays, la France se caractérisant par un taux global d'épargne très élevé, mais un taux d'épargne financière faible (de l'ordre de 5 % sur les trois dernières années).

3.3. L'assurance vie est-elle un substitut pertinent à l'épargne retraite ?

L'assurance vie est souvent présentée en France comme un proche substitut de l'épargne retraite⁷. D'ailleurs, le PERP relève juridiquement de la catégorie des contrats régis par l'article L. 141-1 du code des assurances. Dans le **document n° 11**, Christian Gollier souligne que la fiscalité favorable de l'assurance vie se traduit par une durée minimale de détention réduite au regard de la couverture du risque de longévité puisqu'il suffit détenir le contrat pendant 8 ans minimum pour bénéficier pleinement des avantages fiscaux. En outre, les contrats en euros prévoient une garantie de taux et de préservation du capital nominal investi. L'assurance vie est *de facto* un produit liquide, sûr et rentable pour l'assuré, mais au prix d'une stratégie de placement sous-optimale des assureurs : pour garantir liquidité, rentabilité et sécurité, les assureurs ont investi massivement dans les produits obligataires au cours des décennies passées. Selon Christian Gollier, les assureurs ont effectivement mutualisé les risques financiers entre les générations d'assurés au cours des dernières années ; ils ont accumulé des excédents en redistribuant aux assurés des rendements inférieurs à la rentabilité de leur portefeuille durant les bonnes années et ont puisé dans ces excédents lorsque les marchés se sont retournés pour offrir des rendements, certes faibles, mais supérieurs à la rentabilité de leur portefeuille. Mais cette stratégie de placement se traduit par un partage sous optimal du risque financier au cours du temps et entre les générations que l'on n'observe pas dans les pays anglo-saxons où les fonds de pension investissent en actions dans des proportions plus importantes (voir **document n° 14**).

3.4. Quels produits viagers pourraient être développés pour pallier le manque d'attractivité des produits d'épargne retraite existant ?

Dans le **document n°12**, André Masson partage le scepticisme de Christian Gollier sur la pertinence des produits d'épargne actuellement offerts en France pour couvrir le risque de longévité, avec des arguments différents mais complémentaires. S'agissant des caractéristiques des produits, la rente viagère différée (c'est-à-dire perçue à l'issue d'une phase d'accumulation, comme dans le cadre d'un PERP par exemple) présente plusieurs défauts : la rente nominale perçue pendant la retraite n'est pas indexée sur les prix et son montant nominal dépend de la table de mortalité (unisexe) des rentiers-vie, peu favorable aux

⁷ C'est notamment le cas dans le **document n° 9** qui agrège assurance vie et épargne retraite supplémentaire, alors que cette assimilation n'est guère répandue dans les pays anglo-saxons dans lesquels prime la dimension assurantielle du contrat, et moins sa composante « épargne ».

épargnants, notamment masculins, dans un contexte d'augmentation d'espérance de vie. Mais surtout, la diffusion limitée de la rente viagère est imputable à la faiblesse de la demande pour deux raisons essentielles.

En premier lieu, pour bénéficier d'une rentabilité (ajustée au risque) élevée, un placement en actions doit être effectué sur longue période. Dans cette optique, la rente différée pour la retraite doit être contractée le plus tôt possible, alors que les jeunes épargnants ont une préférence pour le présent et pour la flexibilité que ne satisfait pas un produit « tunnel ». La seconde raison tient aux contraintes de liquidité des jeunes ménages qui orientent prioritairement leur épargne pour l'acquisition du logement ou pour un motif de précaution. L'épargne pour la retraite commence trop tardivement dans le cycle de vie (si jamais elle commence). Quant à la rente viagère immédiate, qui consiste à convertir un patrimoine financier en revenus réguliers, elle souffre des mêmes défauts de tarification que la rente différée auquel s'ajoute le risque d'investissement à fonds perdus en cas de mort précoce et l'amputation du patrimoine successoral destiné aux héritiers.

Face à ces constats, l'auteur propose plusieurs solutions de nature à encourager l'épargne retraite. La première consisterait en une fiscalité alourdie sur les successions familiales, avec en contrepartie, un encouragement fiscal à la transmission intergénérationnelles *inter vivos*. La deuxième solution serait de revoir les modalités de tarification ou de versement (non pas viager, mais pour une durée fixe) des rentes, avec des tarifs différenciés s'appuyant sur des tables de mortalité plus favorables pour les personnes aux revenus modestes. Une troisième solution, plus originale, serait d'encourager le viager intermédié partiel (sans rente). Dans ce contrat de viager intermédié partiel, le propriétaire d'un bien immobilier (un jeune retraité pour fixer les idées) vend à un intermédiaire financier une fraction de son bien dont il conserve l'usufruit. L'achat par un intermédiaire (et non par une autre personne comme dans un viager simple) permet une double mutualisation sur le risque de survie (les vendeurs n'ont pas tous la même espérance de vie) et sur la valeur du bien immobilier au décès du vendeur.

3.5. Les comportements d'épargne répondent-ils aux incitations ?

Pourquoi offrir des incitations à l'épargne retraite ? Le **document n° 13** expose dans un premier temps les arguments économiques justifiant l'encouragement de l'épargne retraite. Tout d'abord, les individus peuvent être sujets à une « myopie » économique qui les conduit à privilégier la consommation immédiate par rapport à l'épargne. Pour protéger les individus contre leur imprévoyance, notamment dans un contexte où les taux de remplacement des régimes en répartition se réduisent au fil des générations, l'État peut souhaiter encourager l'épargne retraite. Pour autant, s'il existe un socle solide en répartition, on peut s'interroger sur la nécessité d'une intervention tutélaire de l'État en matière d'épargne retraite. D'autres arguments peuvent alors être avancés, notamment l'insuffisance de l'épargne nationale qui fait reposer une partie du financement de l'investissement national sur les capitaux étrangers.

Quels instruments peuvent être mobilisés pour atteindre cet objectif ? Les plus répandus consistent à fournir des incitations fiscales (exonération d'imposition) ou financières (abondement de l'employeur). Cependant, les théories économiques récentes soulignent que les individus ne répondent pas seulement aux incitations pécuniaires et que leur comportement n'obéit pas à la rationalité supposée de la théorie du cycle de vie. Ces comportements peuvent présenter des « biais », comme l'inertie ou la procrastination, et les individus peuvent ne pas disposer de toutes les informations nécessaires pour une décision éclairée. Un certain nombre de dispositifs, tels que l'affiliation automatique ou les options par

défaut, permettent d'accroître la participation, et les montants cotisés, dans les plans d'épargne retraite.

4. L'épargne retraite à l'étranger

4.1. Un panorama de l'épargne retraite privée dans les pays de l'OCDE

Le **document n° 14** présente un panorama de l'épargne retraite dans les pays de l'OCDE. Les actifs accumulés dans des dispositifs de retraite privée et capitalisée dans l'OCDE ont atteint un niveau historique record dépassant 38 000 milliards de dollars US à la fin 2016. Les deux tiers sont investis par des prestataires de retraite étatsuniens. En proportion du PIB, la situation est très contrastée : aux Pays-Bas, ces actifs représentent 180 % du PIB, aux États-Unis 135 % et moins de 10 % en France, en Italie, en Belgique et en Allemagne. La France se caractérise par une très faible part de plans personnels et une forte proportion de plans professionnels à cotisations définies, alors que les États-Unis ont une proportion relativement équilibrée entre plans personnels, plans professionnels à cotisations définies et plans professionnels à prestations définies.

Dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE, les rendements réels nets de frais de placement ont été positifs en 2016. Malgré des performances négatives en 2008, et de manière plus marginale en 2011, les investissements des prestataires de retraite ont engendré un rendement réel net positif en moyenne annuelle sur 10 ans dans la plupart des pays : 3,8 % aux Pays-Bas, 1,5 % en Italie, mais -0,3 % aux États-Unis. Les actifs des plans de retraite sont essentiellement investis dans des produits obligataires et des actions, directement ou par l'intermédiaire des fonds d'investissement collectif.

4.2. Les dispositifs d'épargne retraite en Suède, au Royaume-Uni

Le **document n° 15** présente l'expérience de trois pays (la Suède, le Royaume-Uni et l'Allemagne) qui ont développé des dispositifs publics d'épargne retraite ou des dispositifs de subventions publiques à l'épargne individuelle en vue de la retraite, en complément des régimes obligatoires en répartition : le dispositif suédois d'épargne retraite obligatoire (PPM), le dispositif anglais d'épargne retraite partiellement obligatoire (NEST) et, enfin, le dispositif d'épargne retraite facultatif allemand (Riester). Ces dispositifs coexistent également avec des régimes collectifs en capitalisation et avec les produits individuels et facultatifs disponibles sur le marché. Il s'agit d'expériences nationales originales, que ce soit par l'organisation du marché de l'épargne retraite, avec une interface publique en Suède ou au Royaume-Uni, ou encore par la forme et le ciblage des aides financières en Allemagne. Au-delà de leur originalité, ces dispositifs posent certaines questions (complexité, coûts en subventions publiques, performances) qu'il convient d'analyser. Il ressort de ces exemples que le système suédois apparaît le plus cohérent lorsqu'on souhaite développer une épargne retraite à long terme (obligation de cotisation qui évite les effets d'antisélection, option par défaut d'investissement en produits longs, sortie exclusive en rente). Le cas allemand montre combien il est difficile et coûteux de développer la capitalisation sur la base d'incitations.