

La retraite par capitalisation

Fonctionnement, avantages, comparaisons internationales

Résumé 1/2

Le système de retraite par répartition est une impasse financière et une injustice générationnelle

- Le système de retraite par répartition est une impasse financière. Le ratio actifs/retraités, qui était de 4,7 en 1962 chutera à 1,8 en 2070.
- Le système est déjà déficitaire : les cotisations ne représentent que 2/3 des ressources disponibles. Le reste est issu d'impôts et taxes affectées.
- Les retraites représentent ainsi le premier poste de dépense publique (près d'un quart du total), tandis que le régalien est sous-investi.
- Cette situation accentue l'injustice générationnelle : les actifs d'aujourd'hui cotisent davantage que les générations précédentes malgré des pensions finales moins élevées et un allongement de la durée de travail.
- Un actif né en 1940 qui aurait cotisé 500€/mois pendant 40 ans obtiendrait un capital 1,6x plus important qu'un actif né en 2000 cotisant autant et sur la même durée.

La retraite par capitalisation est bénéfique pour tout le monde

- Elle permet d'obtenir des pensions plus élevées et de moins cotiser. En effet, au lieu d'être directement transférées des actifs aux retraités, les cotisations sont placées dans des fonds qui génèrent d'importants rendements tout au long de la vie active.
- En s'alignant sur la moyenne des dépenses publiques de retraite de l'OCDE, cela correspond à un écart conséquent pour la France : près de 140 Md€.
- Cette réforme sera également bénéfique pour l'économie : si la France s'alignait sur la moyenne de l'OCDE, les actifs de retraite sous gestion représenteraient 98% de son PIB, soit autant de capitaux disponibles pour financer l'économie et notamment les start-ups.

Résumé 2/2

Le système de retraite par répartition est une impasse financière et une injustice générationnelle

- En refusant la mise en place d'une dose de capitalisation obligatoire dans le système de retraite, la France fait figure d'exception : la Suède, les Pays-Bas, le Danemark, la Suisse, l'Australie, les Etats-Unis, le Royaume-Uni, Singapour, Hong Kong, entre autres, ont déjà mis en place cette réforme.
- L'exemple suédois est particulièrement inspirant. Bâtie dans le temps long, la réforme a permis de transiter d'un système par répartition à un régime mixte reposant sur trois piliers.
- La part des pensions issue de la capitalisation est plus élevée que celle issue de la répartition, en raison de rendements importants, de 6-7% en moyenne.
- Grâce aux fonds de réserve et à un mécanisme d'ajustement, l'équilibre financier du système suédois est garanti dans le temps.
- Les fonds de pension jouent un rôle essentiel dans ce système, en assurant la gestion des cotisations et en contribuant au financement de l'économie. En France, des fonds contribuant au financement de l'économie française se développeraient, créant ainsi un cercle vertueux.

Quels enjeux ?

- Les fluctuations de marché : c'est un argument régulièrement utilisé dans le débat public mais c'est un faux débat. Les gestionnaires de fonds adoptent une diversification des investissements pour atténuer le risque. Cette diversification est au cœur de tous les régimes de retraite par capitalisation. Par ailleurs, sur le très long terme, les marchés sont haussiers.
- Le développement de l'éducation financière, dès le collège est une réforme corollaire mais nécessaire, qui aura des effets de long terme bénéfiques pour l'économie.
- Pour assurer la transition et éviter la double cotisation, il faut au plus tôt abonder des fonds de réserve grâce à des réallocations de dépenses publiques et recettes issues de privatisations notamment.

Sommaire

1

- Les Français sont prêts
- Le système de retraite actuel est une impasse...
- ... et une injustice générationnelle

2

- Les avantages individuels de la retraite par capitalisation
- L'impact macroéconomique et sur les finances publiques

3

- D'autres pays ont adopté la retraite par capitalisation
- Les fonds de pension à travers le monde

4

- Enjeux et défis

1

Les Français sont prêts pour la retraite par capitalisation

67% des salariés français pensent ne pas toucher de retraite le moment venu

49% comptent davantage sur leur épargne personnelle pour financer leur retraite

Source : Sondage Opinion Way commandé par Indeed en septembre 2024

41% des Français sont favorables à la mise en place d'un système mixte répartition / capitalisation

15% sont même favorables à un système exclusivement par capitalisation

Source : Enquête 2023 « Les Français, l'épargne et la retraite » AG2R LA MONDIALE

Réponse à la question « comment sécuriser dans les années à venir le régime de retraite en France ? »

- Instaurer une part obligatoire de retraite par capitalisation **43%**
- Augmenter les cotisations **31%**
- Allonger la durée de travail **19%**
- Diminuer les prestations **18%**

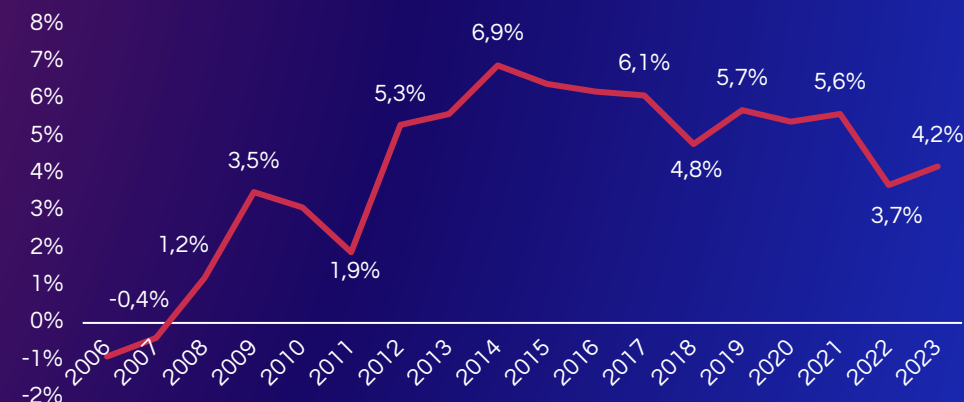
La capitalisation est déjà obligatoire pour les fonctionnaires

- Le RAFP (régime additionnel de la fonction publique) est un régime de retraite obligatoire, par points, institué en 2005 au bénéfice des fonctionnaires de l'État, territoriaux et hospitaliers.
- « *Le RAFP fonctionne selon un principe de capitalisation. Les cotisations versées sont intégralement provisionnées et placées en actifs financiers d'un montant au moins équivalent, permettant ainsi de couvrir à tout moment les engagements envers chaque bénéficiaire.* »
- Chiffres clés :
 - Actif net de 43,3Md€
 - Taux de rendement interne de 4,2% depuis sa création (8,8% en 2023)
 - 2,15 Md€ de cotisations
 - 4,5 M de cotisants.

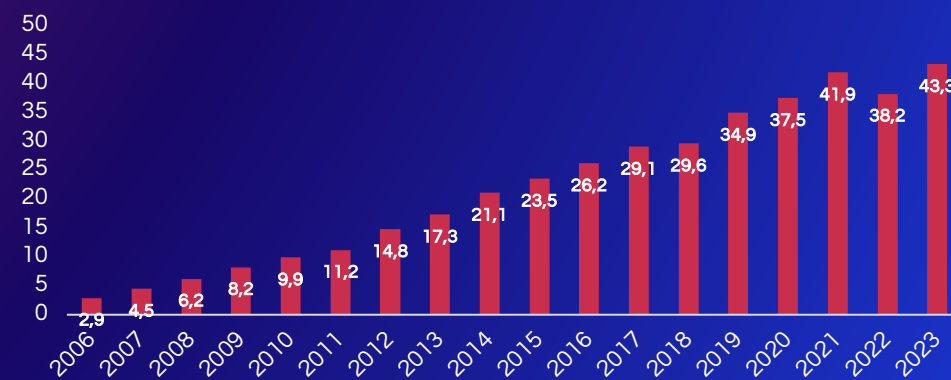
Source : RAFP, Rapport annuel 2023

@InstitutAudace

Evolution du taux de rendement interne annualisé depuis 2006, en valeur économique (%)



Actif net en valeur économique depuis la création du régime (en Md€)



Source : RAFP, Rapport annuel 2023

IAP

Le système de retraite actuel
est une impasse

Les dépenses du système de retraite ont connu une augmentation continue au cours des dernières années

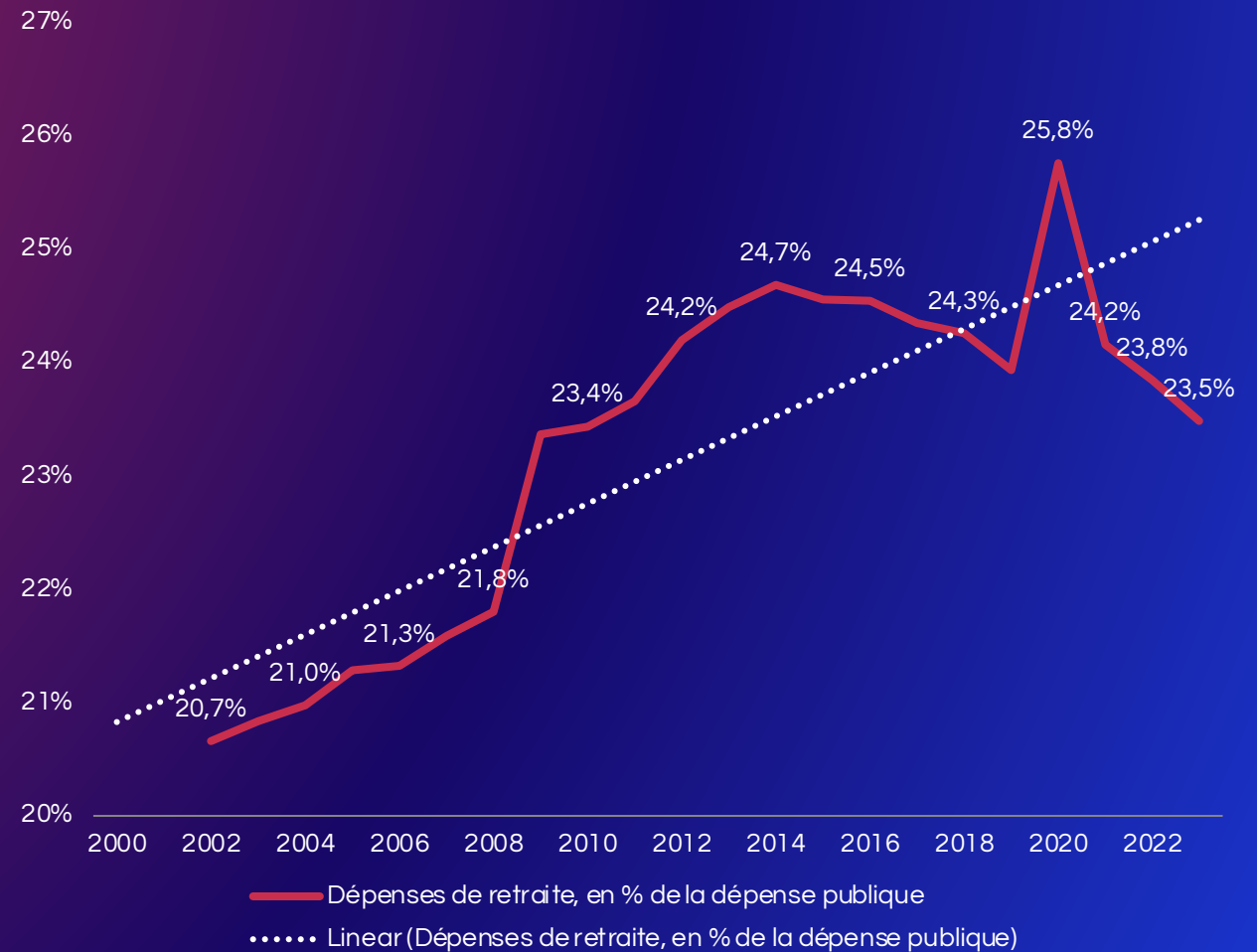
L'augmentation des dépenses de retraite explique une grande partie de l'augmentation des dépenses publiques.

Depuis le début des années 2000, leur part dans la dépense publique a progressé de près de 3 points. Cela signifie concrètement que l'argent public finance davantage les retraites que les dépenses productives et les investissements d'avenir.

Cette part était nettement plus élevée en 2020 en raison de la contraction de l'activité induite par la crise sanitaire liée au Covid-19.

La relative baisse sur la période 2021-2023 s'explique par une hausse du taux d'emploi des personnes les plus âgées et l'allongement de l'âge de départ à la retraite.

Part du financement des retraites dans les dépenses publiques



Source : COR, juin 2024

Les dépenses de retraite représentent un quart de la dépense publique

Sur 100€ d'argent public, 24,8€ sont consacrés au financement des retraites, soit 44% du total des dépenses de protection sociale.

Sur 100€ d'argent public, 56€ sont alloués aux dépenses sociales au sens large (retraites, protection sociale, santé).

A titre de comparaison, les dépenses régaliennes (défense, ordre et sécurité publics) ne représentent que 6,1€ sur 100€ d'argent public.

La recherche ne représente que 2,2€.

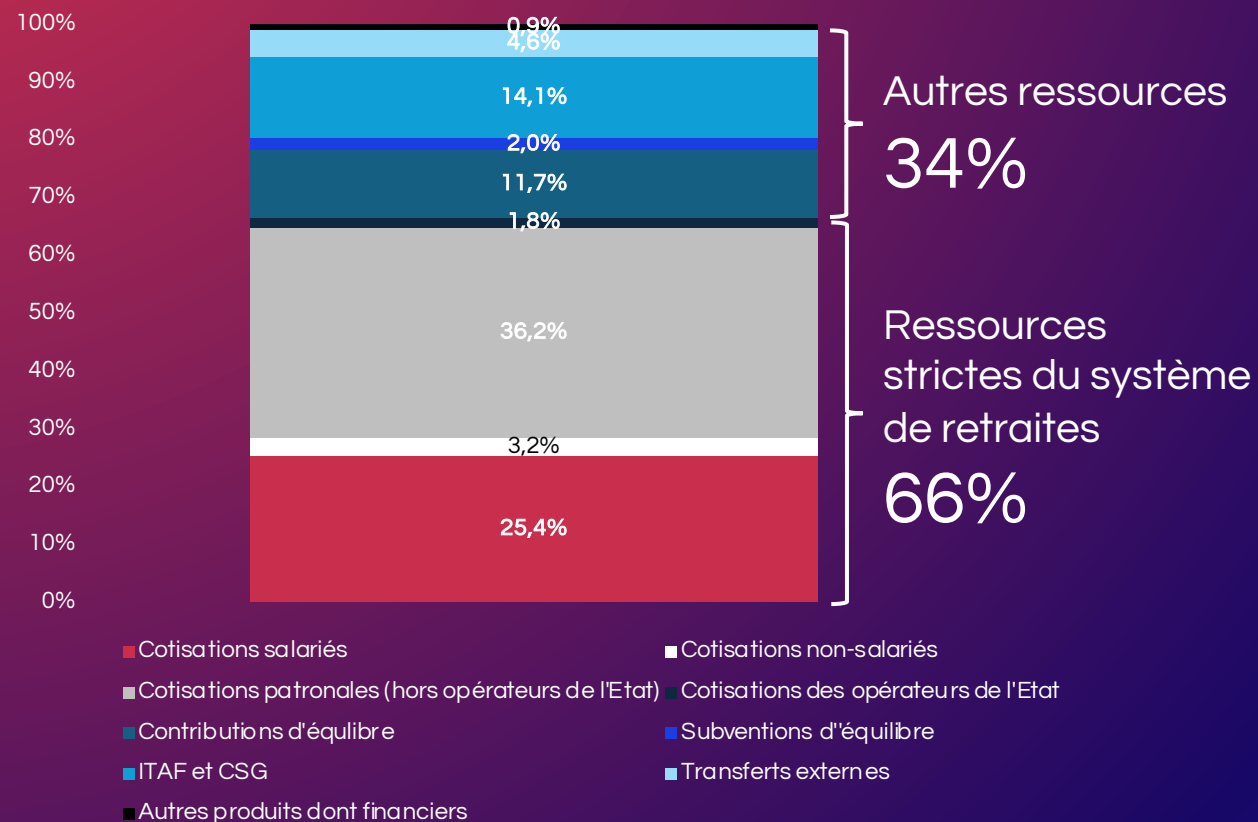
Répartition de 100€ d'argent public (2022)

Charge de la dette	3,4
Affaires économiques	6,5
Culture	2,5
Environnement	1,8
Infrastructures	1
Transports et équipements collectifs	4,6
Dépenses sectorielles	16,4
Education	9
Aide au logement	1,4
Solidarité	2,6
Chômage	2,9
Famille	3,7
Retraites	24,8
Santé	20,8
Protection sociale	56,2
Recherche	2,2
Défense	3,2
Justice	0,4
Sécurité	2,5
Régalien	6,1
Fonctionnement des administrations	6,7
TOTAL	100

Source : Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté Industrielle et Numérique.

Les cotisations ne suffisent pas à financer le système de retraites

Ressources du système de retraites en 2023 : 386 Md€



Plus d'1/3 des besoins de financement du système de retraite est couvert par des ressources autres que les cotisations.

Autrement dit, ces ressources annexes (129 Md€) représentent la moitié des ressources issues des cotisations (257 Md€).

La part des dépenses publiques de retraite est plus élevée en France que dans la plupart des autres économies avancées

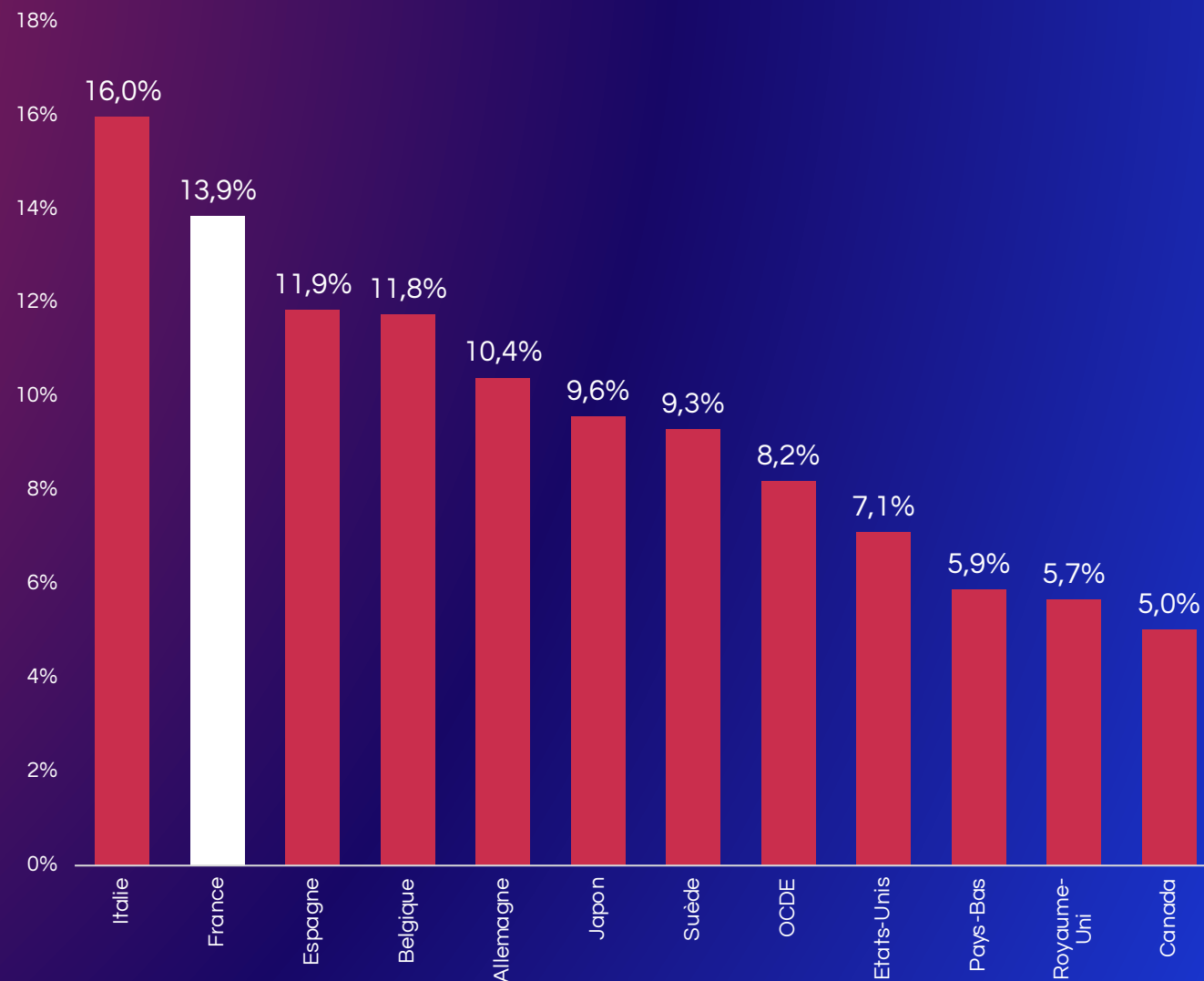
Les dépenses publiques de retraite rapportées au PIB permettent d'effectuer des comparaisons internationales et d'évaluer le poids relatif de l'Etat dans ce financement.

Il faut les distinguer des dépenses privées, qui correspondent au financement individuel de la retraite.

Ces données permettent ainsi de se rendre compte qu'une autre voie est possible : d'autres pays développés, dont la natalité est d'ailleurs souvent plus faible et font face à d'importants défis démographiques, parviennent à limiter les dépenses publiques liées aux retraites.

Ces différences s'expliquent par le niveau de recours à la retraite par capitalisation.

Part des dépenses publiques de retraite dans le PIB (2019)

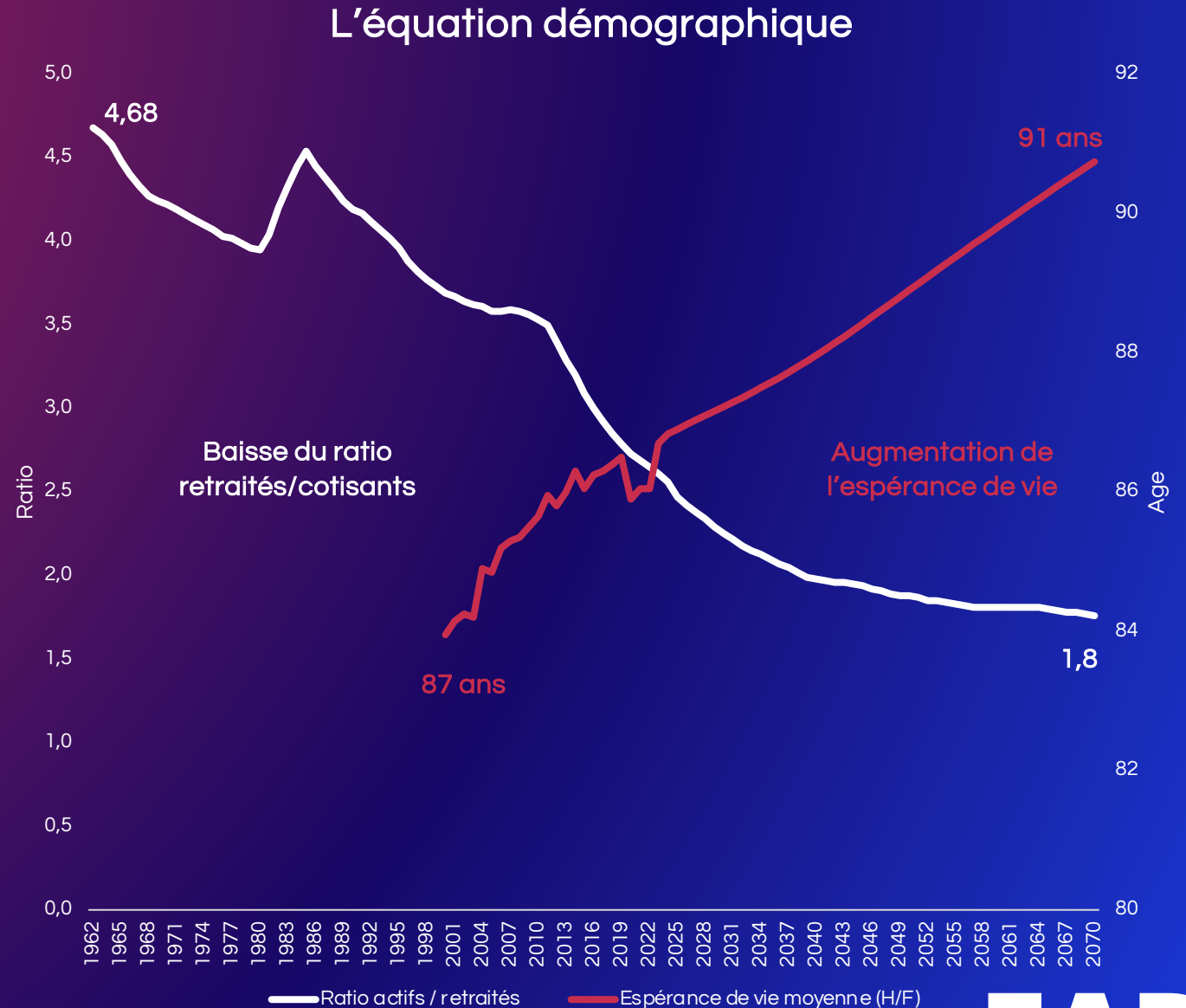


Source : OCDE Pensions at Glance 2023, COR, IAP

L'espérance de vie, de 87 ans en 2023, devrait atteindre 91 ans en 2070

Le ratio actifs/retraités était de 4,7 en 1962 ; de 2,6 en 2023 et atteindrait 1,8 en 2070

- L'espérance de vie augmente, ce qui accroît la durée de vie passée à la retraite et, par conséquent, les dépenses publiques afférentes.
- En 2024, 14,7 millions de Français sont âgés de plus de 65 ans, soit 21,5% de la population. Selon l'INSEE, cette proportion devrait atteindre 26% en 2040 et 29% en 2070.
- Le ratio actifs/retraités diminue, en raison de la croissance plus rapide du dénominateur (retraités) que du numérateur (actifs).
- Or, dans un système par répartition, les pensions des retraités sont financées par les actifs, ce qui accroît mécaniquement la pression fiscale sur ces derniers.

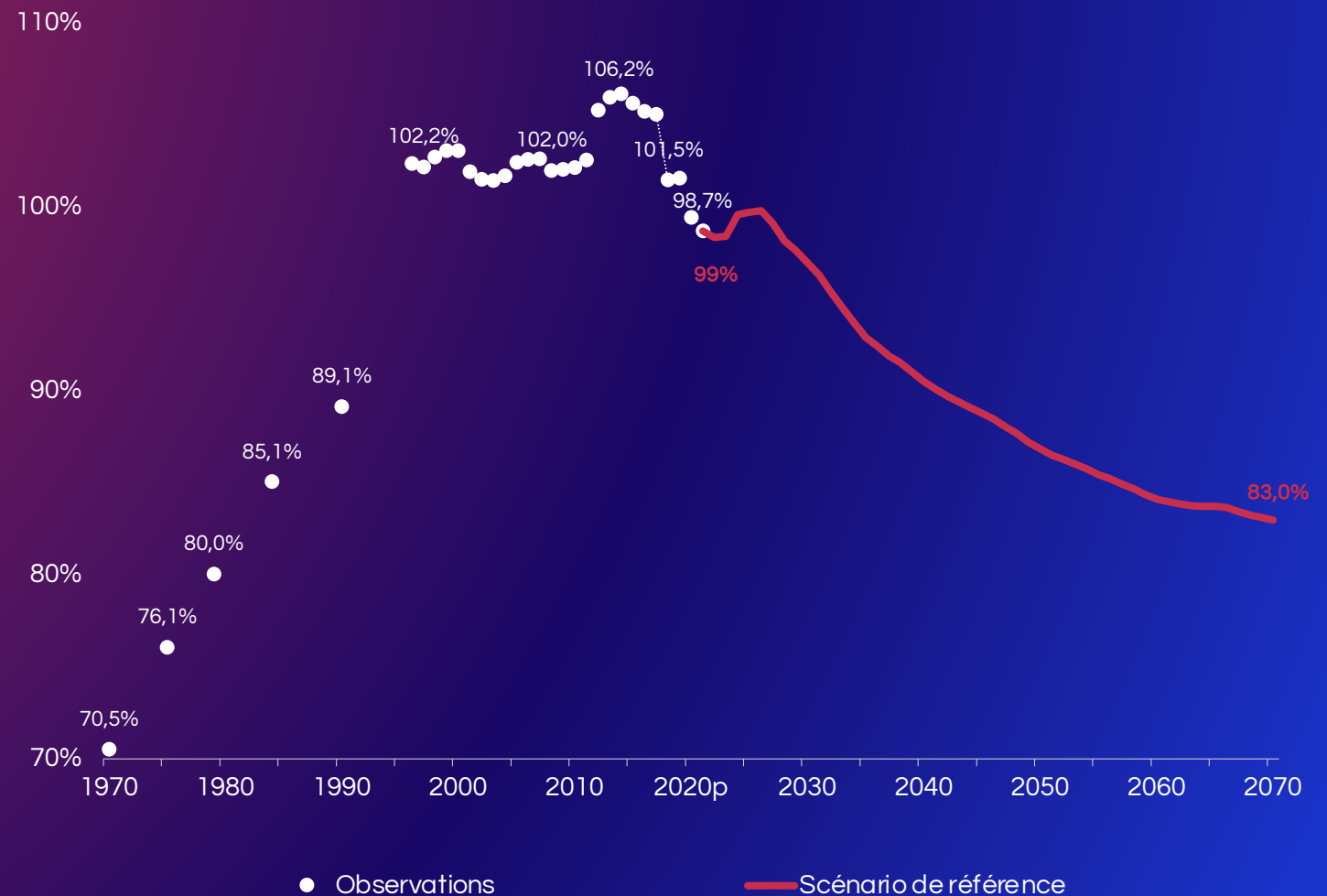


Une injustice générationnelle

Dans un régime par répartition, les futurs retraités auront un niveau de vie inférieur à celui de leurs parents

- Les retraités actuels bénéficient d'un niveau de vie relatif supérieur de 30 points par rapport à leurs parents à la retraite et de presque 20 points par rapport à leurs enfants quand ils seront à la retraite.
- En revanche, cette tendance devrait s'inverser : le COR projette un appauvrissement relatif des futurs retraités par rapport au reste de la population.

Evolution du niveau de vie relatif des retraités par rapport au reste de la population

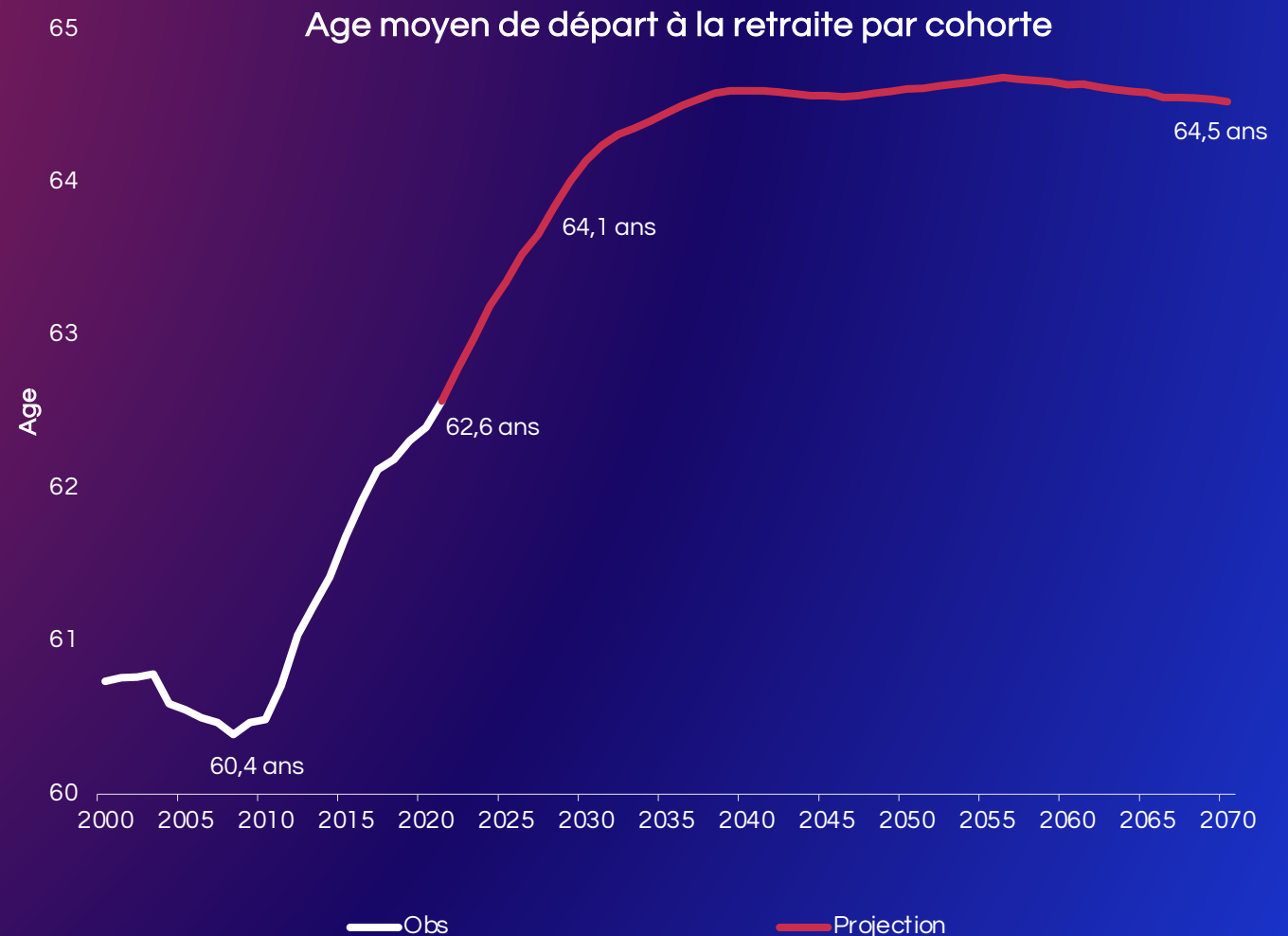


Lecture graphique : le niveau de vie de la génération qui sera à la retraite en 2070 devrait représenter 83% du niveau des actifs à ce moment-là

Source : COR, juin 2024

Dans le régime par répartition actuel, les futurs retraités devront partir à la retraite plus tard

- Autre injustice générationnelle, les futurs retraités devront partir à la retraite plus tard que les générations précédentes alors qu'elles auront davantage cotisé.
- Cela s'explique par le passage à la retraite à 60 ans sous François Mitterrand ainsi que par la multiplication des dispositifs de pré-retraite ou de retraite anticipée dans le cadre des régimes spéciaux.
- Les gains en espérance de vie n'ont jusqu'à maintenant pas conduit à augmenter le temps de vie passé au travail mais à le réduire.



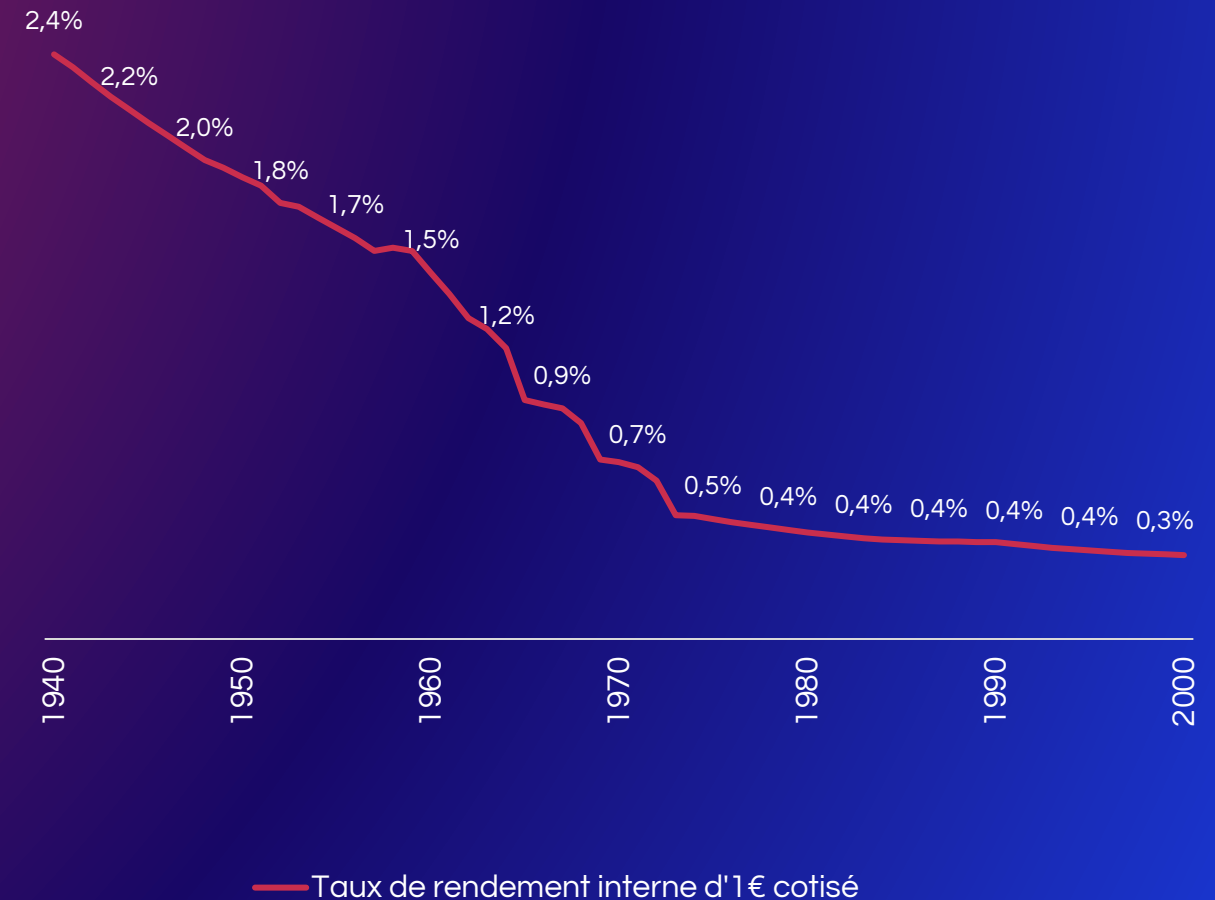
Lecture graphique : l'âge moyen de départ à la retraite de la génération qui sera à la retraite en 2070 devrait être de 64,5 ans

Source : COR, juin 2024

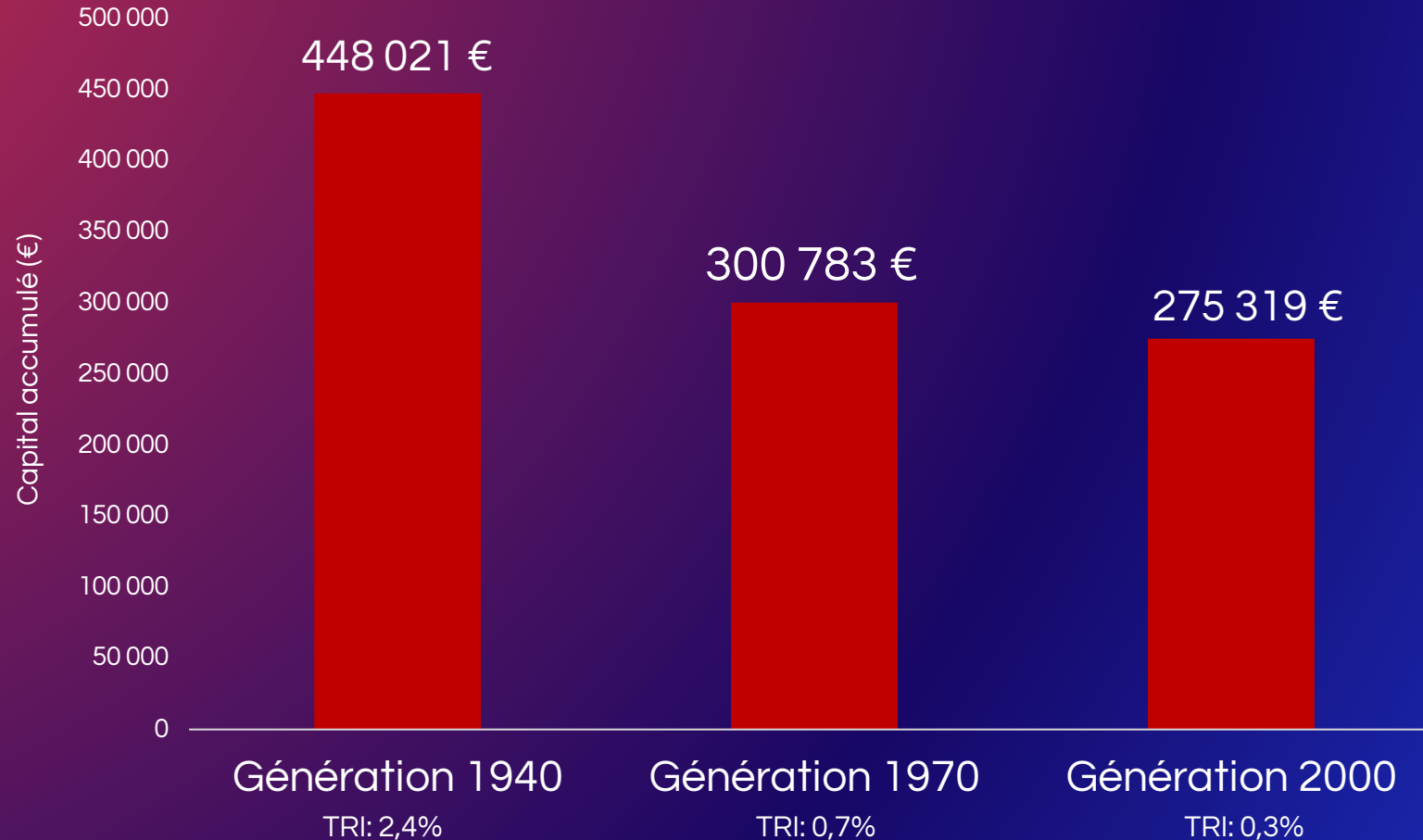
Les générations actuelles sur-cotisent par rapport aux générations précédentes

- Le TRI (taux de rendement interne) est un indicateur utilisé par le COR.
- Il revient à calculer le taux d'intérêt auquel auraient été placées les cotisations.
- On constate que ce taux est plus élevé pour les générations du baby-boom, puis en baisse tendancielle pour les générations suivantes.
- Autrement dit, le retour sur investissement d'1 € cotisé est plus faible pour les générations actuelles

Evolution du rendement des cotisations retraite selon l'année de naissance



Ce que j'obtiens si je cotise 500 euros par mois pendant 43 ans, avec le rendement du régime par répartition

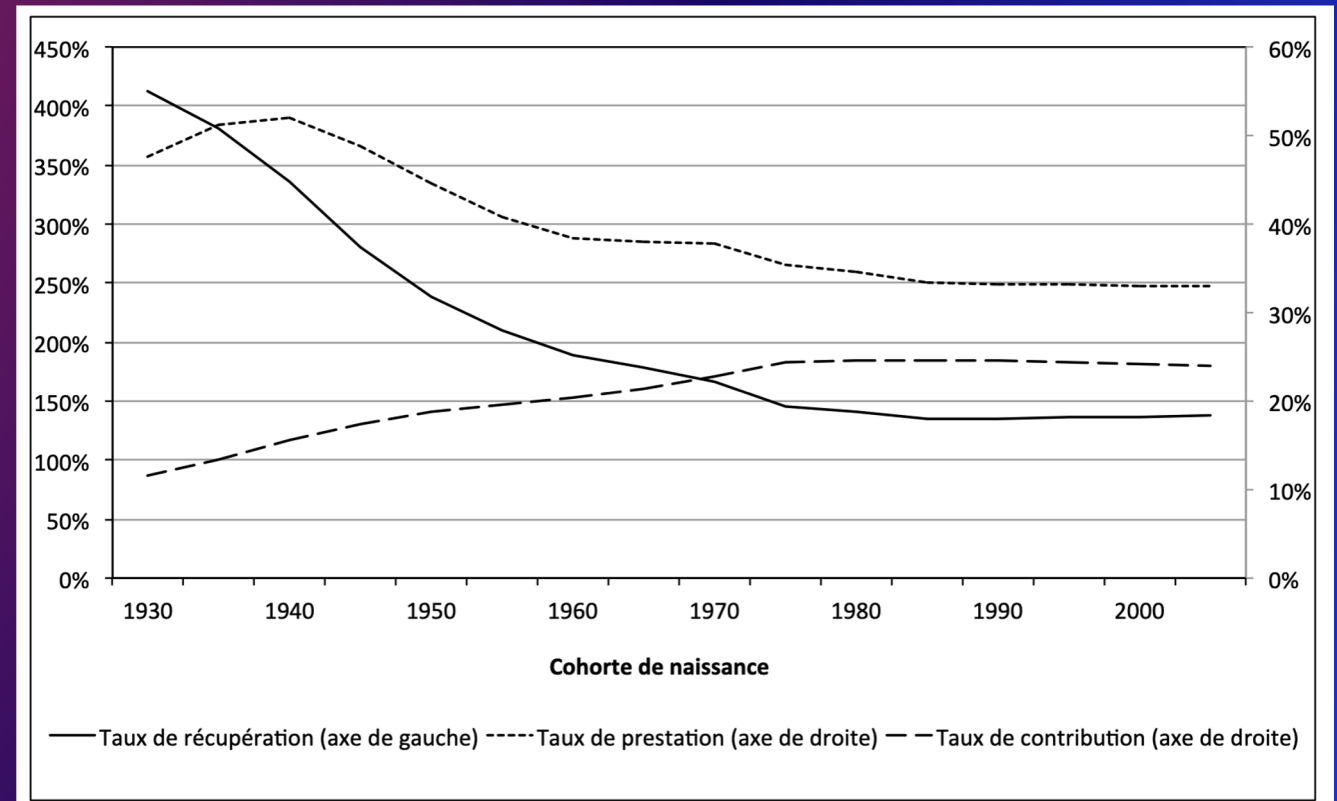


Hypothèses : Le taux de rendement interne (TRI) par génération correspond au taux de rendement interne utilisé par le COR dans ses modèles (juin 2024)

La génération du baby-boom a cotisé deux fois moins que son niveau de pension

- Le « taux de récupération » permet d'illustrer le décalage entre le montant des cotisations et le montant des pensions.
- Le taux de récupération est calculé comme le ratio (somme actualisée des pensions) / (cotisations de retraite actualisées).
- Le taux de récupération est supérieur à 400% pour la génération née en 1930 et se situe entre 250% et 150% pour la génération du baby-boom.
- Il s'agit là du phénomène de « free lunch », inhérent à un système de répartition où les actifs ne cotisent pas pour eux-mêmes.

Taux de récupération, taux de prestation et taux de la contribution selon l'année de naissance



Source : France Stratégie, « Les réformes récentes des régimes de retraite sont-elles équitables ? »

L'injustice générationnelle du système de retraites actuel

- Le système actuel n'est pas soutenable à long terme car les retraités n'ont pas suffisamment cotisé par le passé pour soutenir financièrement leur niveau de retraite et une durée de vie qui s'allonge. Mécaniquement, c'est aux actifs actuels de financer ce manque.
- Les retraités actuels ont certes cotisé mais ils n'ont pas cotisé pour eux-mêmes. Dans un régime par répartition, leurs cotisations finançaient directement les retraités de l'époque, qui étaient moins nombreux, partaient à la retraite plus tard et dont l'espérance de vie étaient plus faible.
- Ils ont donc très peu cotisé par rapport à leur niveau de pension.

2

Retraite par capitalisation :
tout le monde y gagne

Répartition

vs.

Capitalisation

Les actifs cotisent pour financer immédiatement les pensions des retraités.

L'argent collecté par les cotisations des salariés et des employeurs est directement utilisé pour payer les pensions des retraités actuels.

Le rendement généré par les cotisations sont donc très faibles

La pérennité d'un tel système dépend directement de la proportion entre le nombre d'actifs et le nombre de retraités.

Chaque personne épargne individuellement pour sa propre retraite.

Les cotisations sont placées dans des fonds d'investissement. L'argent accumulé, augmenté des intérêts générés, est ensuite utilisé pour financer la retraite de l'individu.

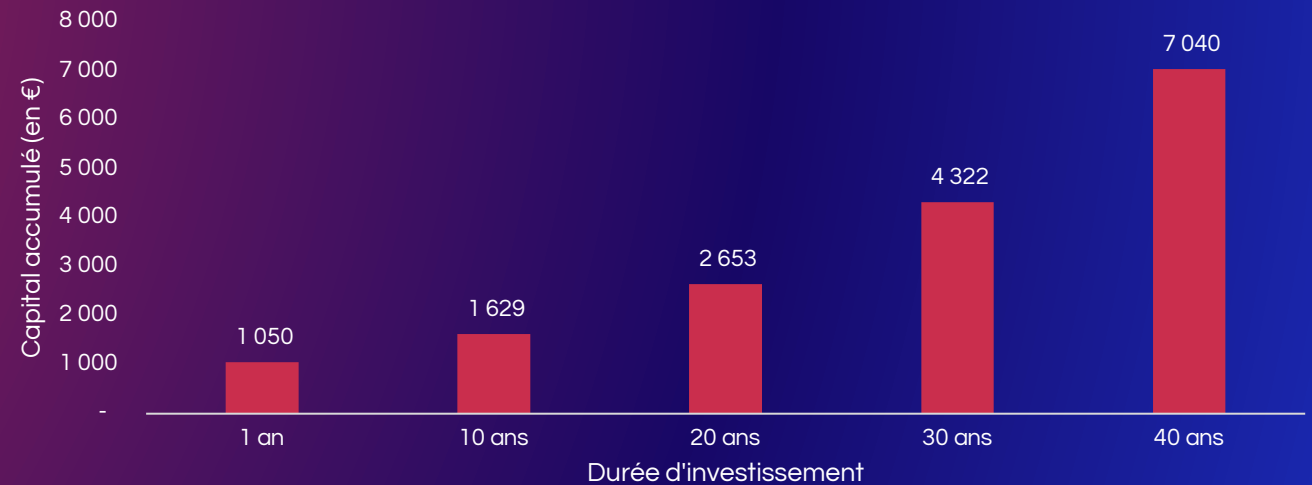
Les rendements sont plus élevés, ce qui permet d'obtenir des pensions plus importantes

La somme perçue à la retraite dépend des montants épargnés et des performances des investissements. La démographie n'est plus une variable clé.

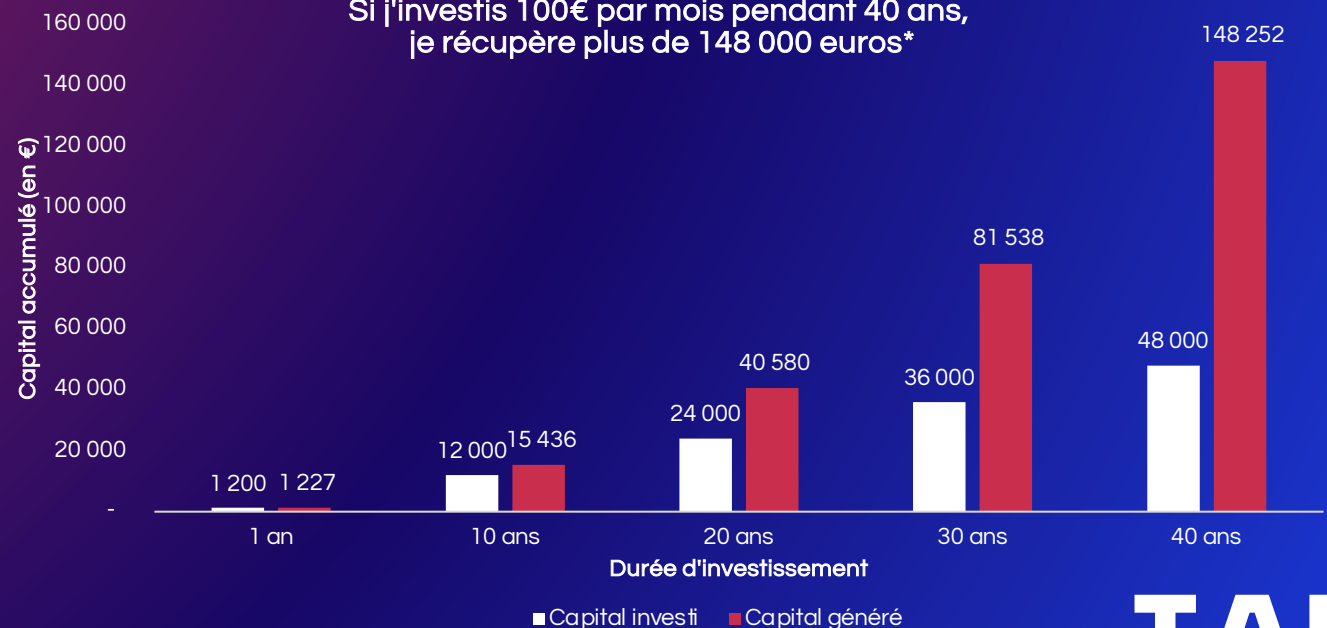
Derrière la capitalisation, les intérêts composés

- Avec les intérêts **composés**, les intérêts gagnés chaque année sont ajoutés au capital de départ, et lors de la période suivante, on calcule les intérêts sur ce nouveau total (capital initial + intérêts précédents).
- Chaque fois que des intérêts s'ajoutent au capital, la base sur laquelle les intérêts sont calculés devient plus grande. Cela crée un effet de croissance exponentielle sur le long terme.
- Ainsi, si j'investis 1 000 € avec un taux d'intérêt annuel de 5 % :
 - Première année : je gagne 5 % de 1 000 €, soit 50 €. Le total devient 1 050 €.
 - Deuxième année : je gagne 5 % de 1 050 €, soit 52,50 €. Le total devient 1 102,50 €.
 - Troisième année : je gagne 5 % de 1 102,50 €, soit 55,13 €. Le total devient 1 157,63 €.
- La retraite par capitalisation permet d'investir tout au long de sa vie et de récupérer ce capital lors du départ à la retraite.

Si j'investis 1 000€ aujourd'hui,
je récupère plus de 7 000€ dans 40 ans*



Si j'investis 100€ par mois pendant 40 ans,
je récupère plus de 148 000 euros*



*Hypothèses : taux de rendement du capital de 5%.

Aude est née en 2000

Elle gagne 2700 euros net par mois
Tous les mois, pendant 43 ans, elle verse
960€ au système de retraites

Ce qu'elle obtiendrait avec le
rendement actuel du régime par
répartition

528 612 €
de capital

Ce qu'elle obtiendrait
en capitalisation

1 684 701 €
de capital

Hypothèses :

- Pour la répartition, le taux de rendement interne correspond au TRI utilisé par le COR dans ses modèles pour la génération 2000 : 0,3%.
- Pour la capitalisation, l'hypothèse retenue est celle de 5% de rendement annuel.
- 2700 euros correspond environ au salaire mensuel net moyen en France. 960€ de cotisation mensuelle correspond à l'estimation fournie par l'URSAFF (employeur et salarié).
- Toutes les cotisations sont capitalisées.

Thomas touche le SMIC

Il est né en 2000
Il cotise 500 euros par mois

Ce qu'il obtiendrait avec le
rendement actuel du régime par
répartition

275 319 €
de capital

Ce qu'il obtiendrait
en capitalisation

877 448 €
de capital

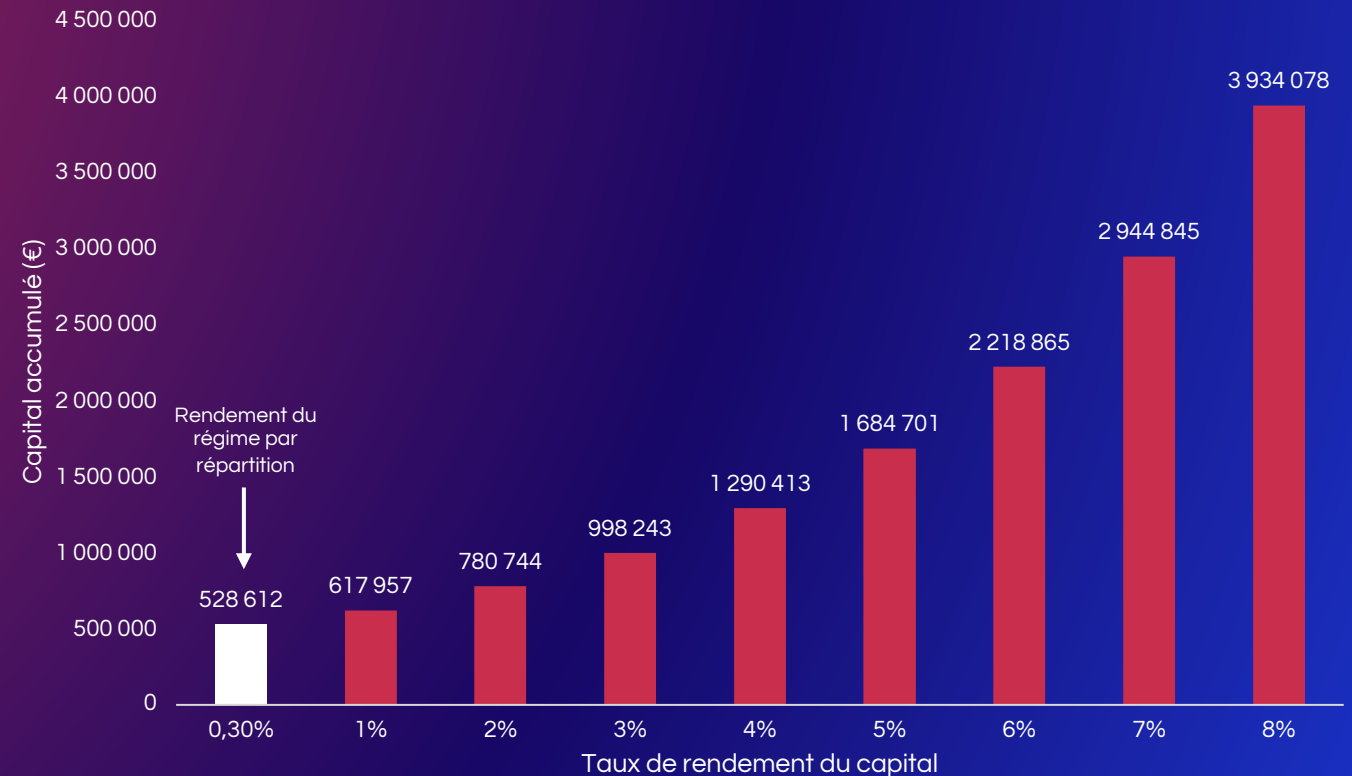
Hypothèses :

- Pour la répartition, le taux de rendement interne correspond au TRI utilisé par le COR dans ses modèles pour la génération 2000 : 0,3%.
- Pour la capitalisation, l'hypothèse retenue est celle de 5% de rendement annuel.
- Estimation de cotisation mensuelle fournie par l'URSAFF (employeur et salarié).
- Toutes les cotisations sont capitalisées.

Plus le rendement du capital est important, plus la retraite versée le sera

- Comme nous le voyons sur le graphe, plus le rendement du capital est élevé, plus le capital accumulé pour la retraite et donc la pension de retraite versée seront importants.
- Ainsi, dans un régime de retraite par capitalisation, chacun a intérêt à ce que le taux de rendement du capital augmente, afin de maximiser sa retraite.
- Avoir des entreprises rentables devient donc l'intérêt concret des futurs retraités, ce qui produit un cercle vertueux sur l'économie.
- A cet égard, le régime de retraite par capitalisation présente donc un triple intérêt :
 - Elle augmente le niveau des retraites
 - Elle conduit chacun à s'intéresser à l'économie et augmente le niveau de culture financière
 - Elle permet de faire grandir les entreprises les plus rentables.

Evolution du capital accumulé au cours de la vie active en fonction du taux de rendement interne



Hypothèses :

- Cotisations retraites mensuelles : 960€
- Durée de cotisation : 43 ans

Le capital est liquidé progressivement tous les mois, ce qui veut dire qu'une partie du capital continue de produire des intérêts pendant la retraite.

La retraite par capitalisation permet d'accumuler du capital plus rapidement grâce à des rendements élevés

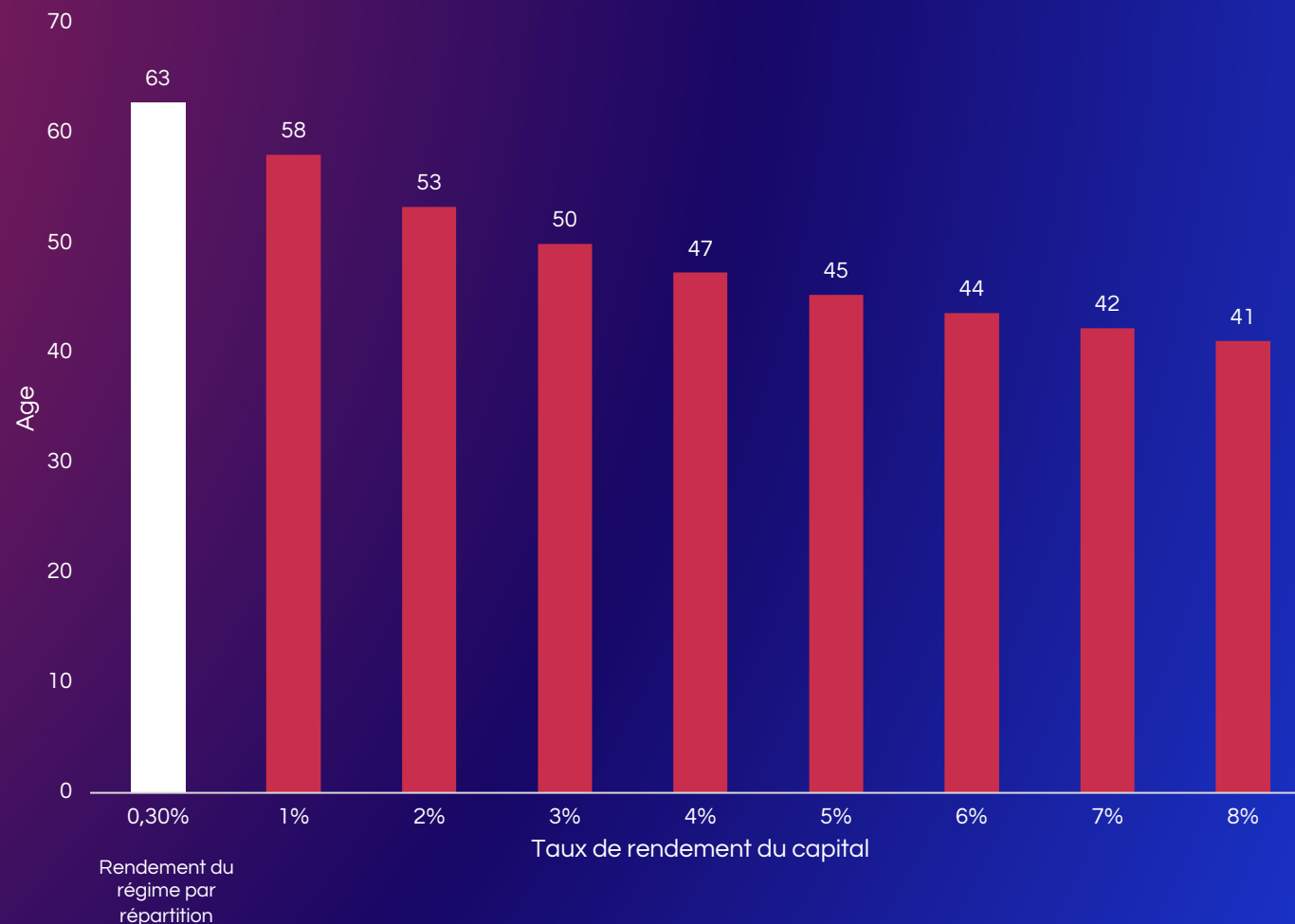
Prenons l'exemple d'une personne qui veut accumuler un capital de 500 000 euros par ses cotisations, au moment d'entrer à la retraite.

Dans un régime dont le rendement est de 0,3% (répartition), il faut cotiser attendre l'âge de 63 ans si on veut obtenir ce niveau de rente, en cotisant 960€/mois.

Le graphe suivant montre qu'avec un rendement plus élevé - ce que permet la capitalisation - il faut cotiser moins longtemps pour obtenir le même niveau de capital.

Par exemple, avec un rendement annuel du capital de 5%, si je cotise 960€/mois à partir de mes 22 ans, à 45 ans j'ai atteint ce niveau de capital.

Age auquel est obtenu un capital de 500 000€ en cotisant 960€/mois, en fonction du rendement du capital



Hypothèses :

- Age de début de cotisation : 22 ans
- 0,3% correspond au taux de rendement du régime par répartition actuel d'après le COR

La retraite par capitalisation permet de payer moins de cotisations

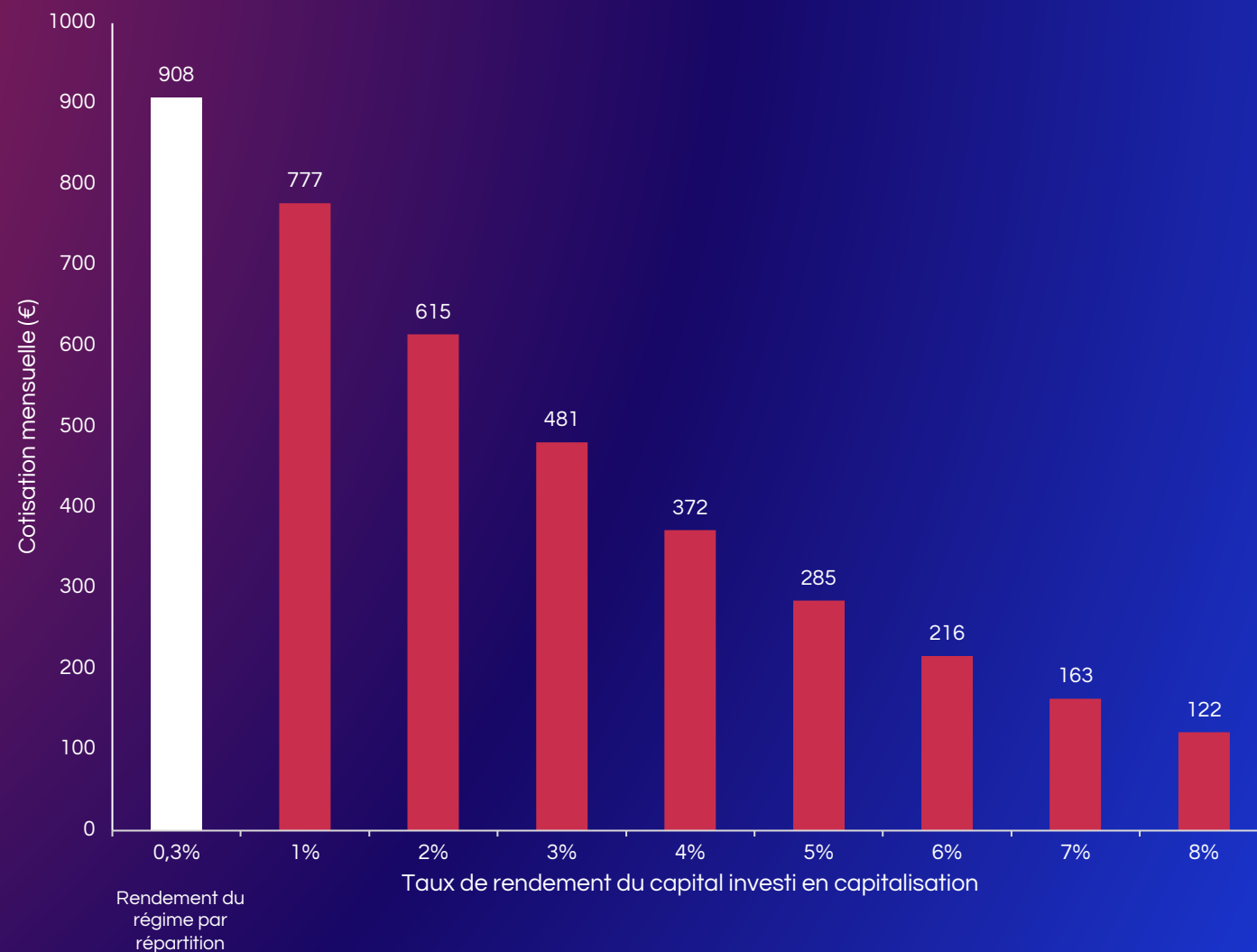
Gardons l'exemple d'une personne qui veut accumuler un capital de 500 000€, issu de la capitalisation, avant de partir à la retraite.

Dans un régime dont le rendement est de 0,3% (répartition), il faut cotiser 908€/mois pendant 43 ans si on veut obtenir ce niveau de rente.

Le graphe suivant montre qu'avec un rendement plus élevé - ce que permet la capitalisation, en conservant la même durée de cotisation, il faut cotiser moins pour obtenir le même niveau de rente.

Par exemple, avec un rendement annuel du capital de 5%, si je cotise 285€/mois pendant 43 ans, j'atteins le capital cible de 500 000€.

Cotisation mensuelle nécessaire pour accumuler 500 000€ de capital, en fonction du taux de rendement du capital

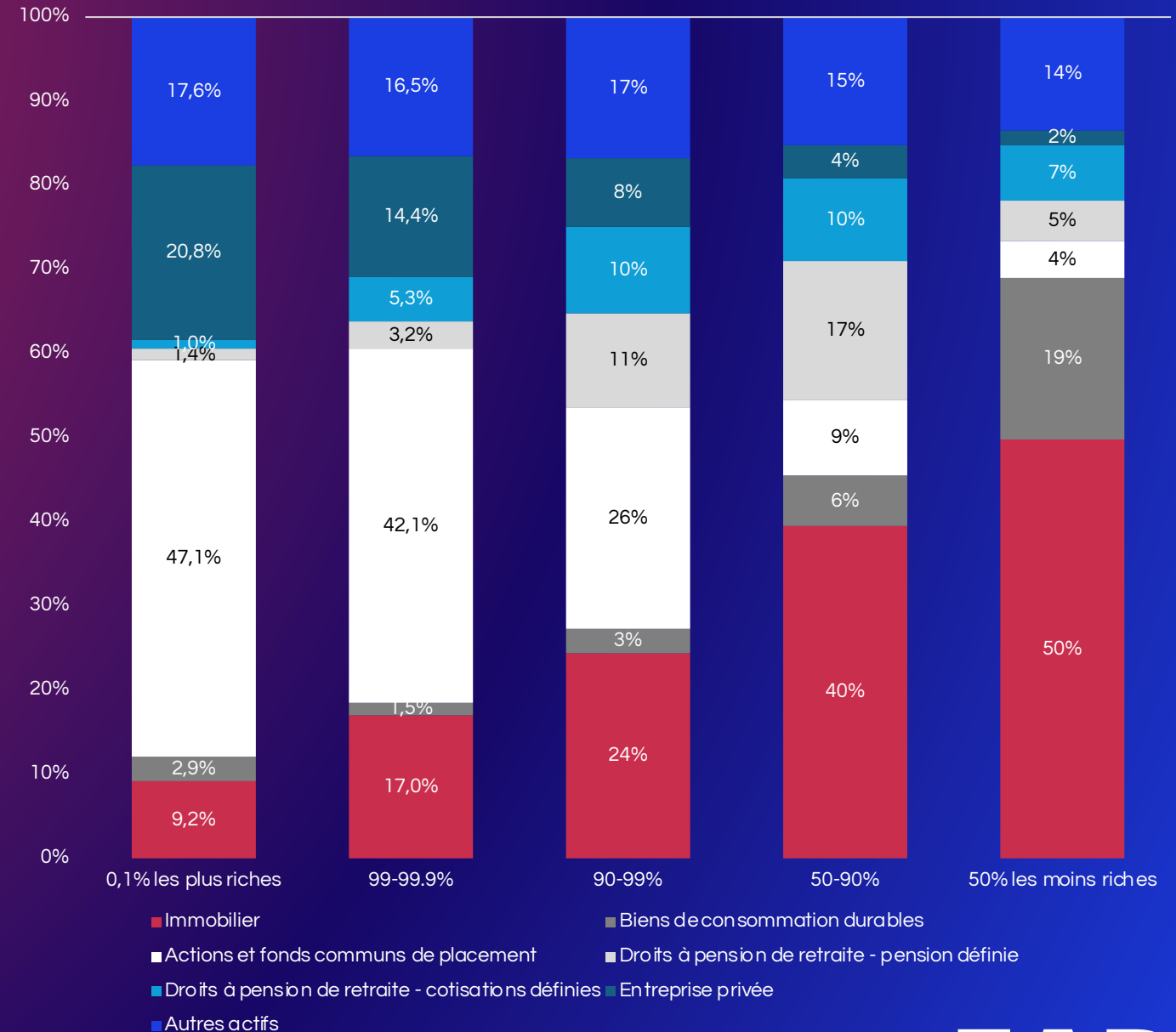


Hypothèse :

- Durée de cotisation : 43 ans

La capitalisation permet de se constituer un capital

- On observe une corrélation entre la part des actions dans le patrimoine et le niveau de richesse au sein des ménages américains.
- Pour les 0,1% ménages les plus riches, les actions et fonds communs de placement représentent près de la moitié du patrimoine (47,1%).
- Grâce à ses rendements élevés, le marché action permet donc de s'enrichir.
- La retraite par capitalisation va donc permettre aux ménages français de d'augmenter leur niveau de richesse :
 - En diversifiant leur patrimoine
 - En démocratisant l'accès aux actions
 - En créant un cercle vertueux pour l'économie qui va mécaniquement augmenter la valeur de leurs actions et donc de leur patrimoine.



Source : [Federal Reserve](#)

L'impact pour l'économie française et les dépenses publiques

Le cercle vertueux de la capitalisation



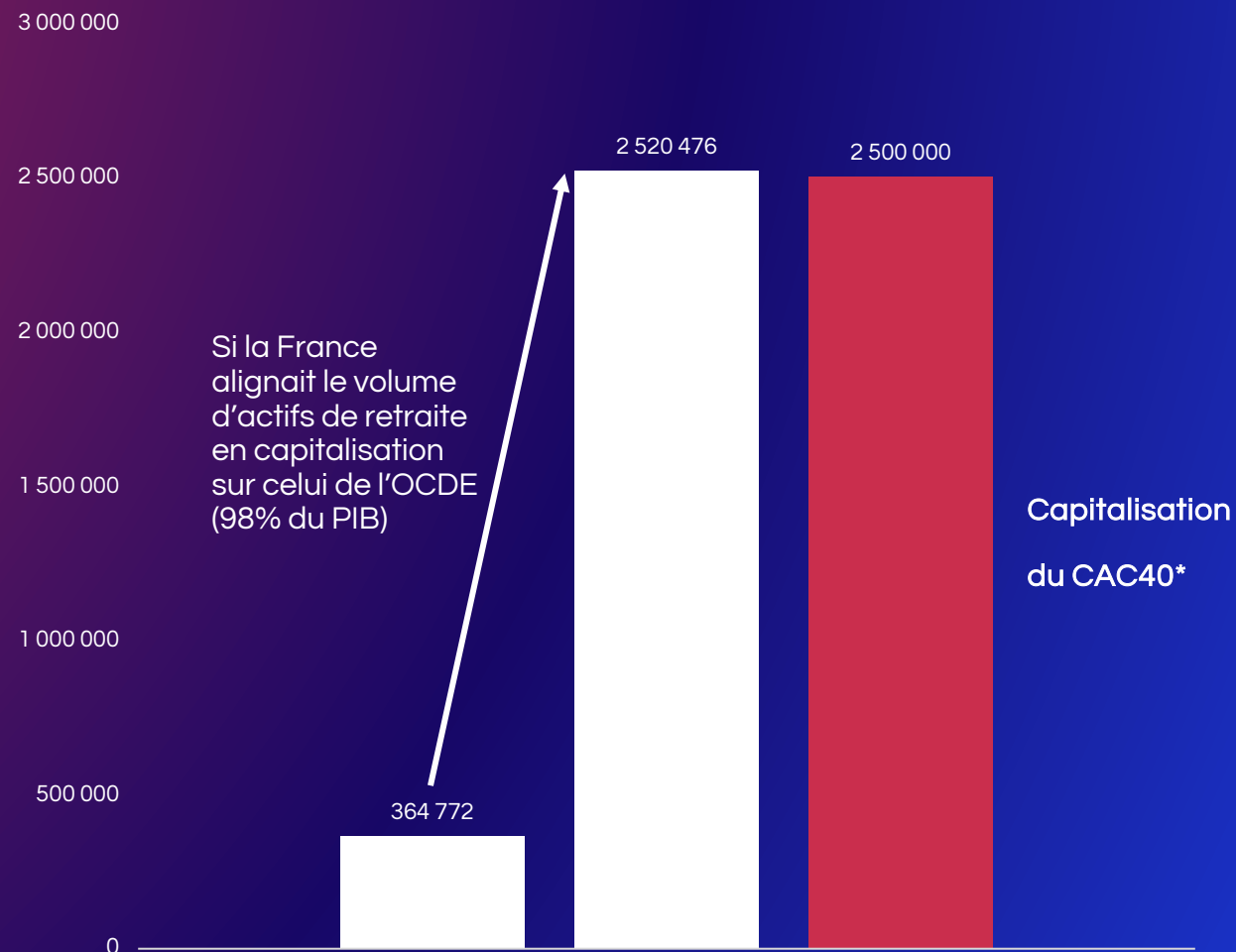
La capitalisation est bénéfique pour l'économie

Si la France s'alignait sur la moyenne de l'OCDE (actifs de retraite représentant 98% du PIB), le montant des actifs de retraite sous gestion représenterait 2 520 milliards d'euros, soit un montant supérieur capitalisation boursière du CAC 40 et équivalent au PIB français.

Cela permettrait d'augmenter considérablement les capitaux disponibles pour financer l'économie.

La retraite par capitalisation a donc des effets vertueux sur la croissance économique.

La volume d'actifs de retraite pourrait être équivalent à la capitalisation du CAC40



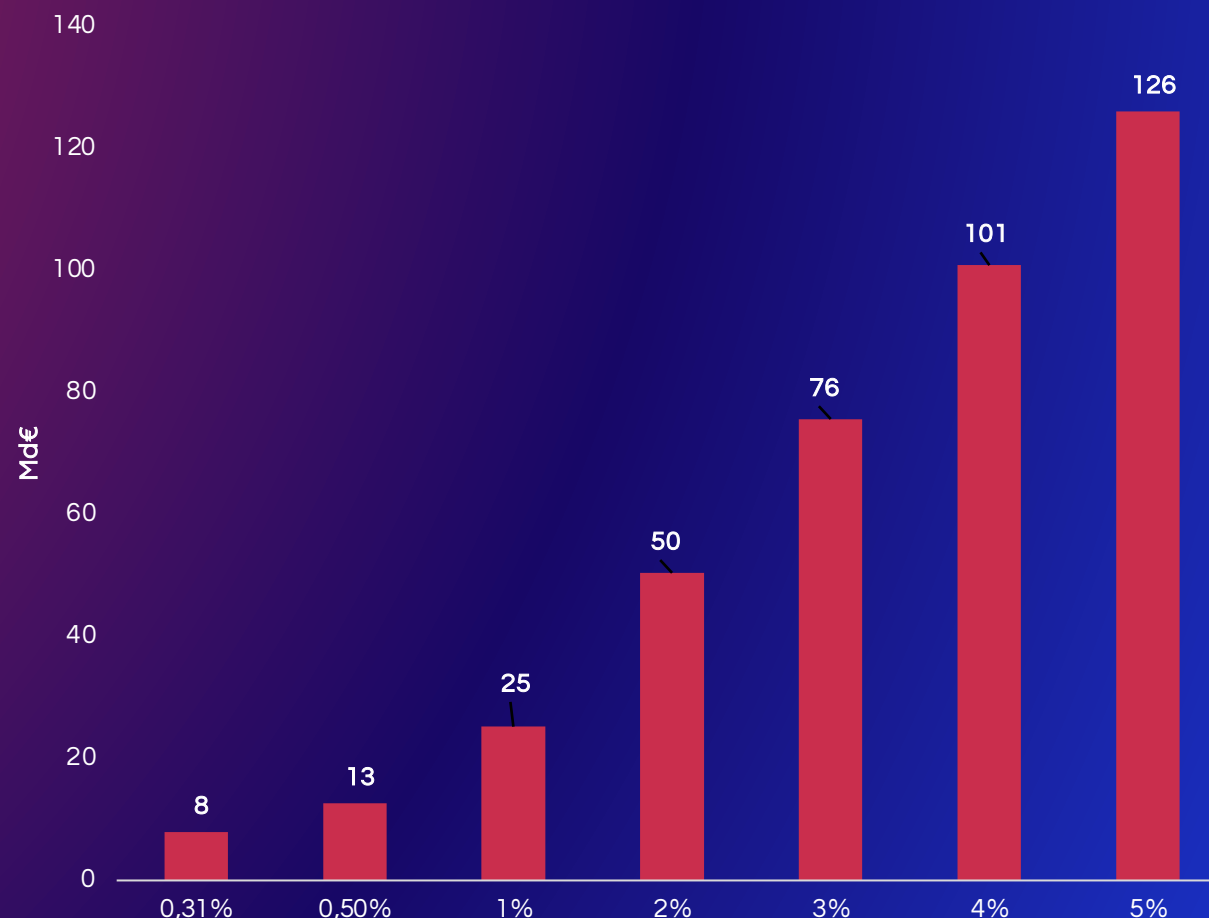
Source : Pensions at Glance, OCDE, 2023
* Janvier 2025

La retraite par capitalisation permettra d'investir massivement dans les start-ups

Lecture graphique :

- Le montant annuel de l'investissement en capital-risque en France (*venture capital*) est de 8 Md€/an en moyenne.
- Cela représente seulement 0,31% du volume de capitalisation cible (98% du PIB), qui correspond à la moyenne de l'OCDE.
- Si 0,5% de la capitalisation cible est allouée au capital-risque, cela correspond à un volume de 13 Md€.
- Si 5% de la capitalisation cible est allouée au capital-risque, cela correspond à un volume de 126 Md€.

Scenarii - Part et volume des actifs en capitalisation allouée au capital-risque



Source : https://www.ey.com/fr_fr/insights/fast-growing-companies/barometre-ey-du-capital-risque-les-resultats-annuels

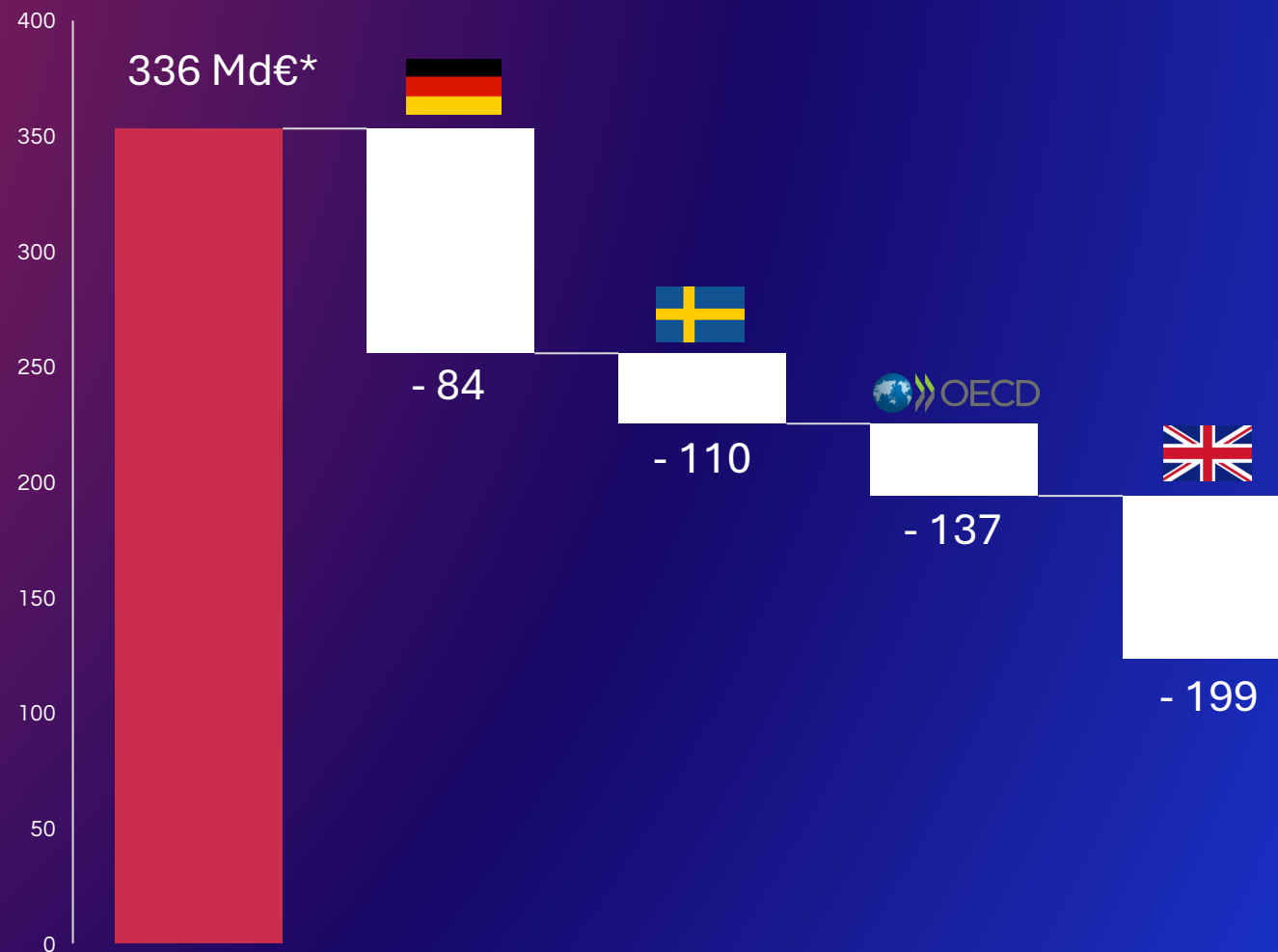
La France baisserait massivement sa dépense publique grâce à la retraite par capitalisation

En Suède, les dépenses publiques de retraite ne représentent que 9,3% du PIB, contre 13,9% en France, soit un écart de 4,6 points, en 2019.

En partant du PIB de 2019 (2426 Md€), cela correspond à un écart de 110 Md€ de dépenses publiques.

Si on s'aligne sur le niveau du Royaume-Uni (8,2 points d'écart), cela représente près de 200 Md€ de différence, soit l'équivalent montant des dépenses publiques à réduire pour revenir dans la moyenne européenne.

Baisse de dépenses publiques si la France aligne son modèle de retraite sur les pays suivants



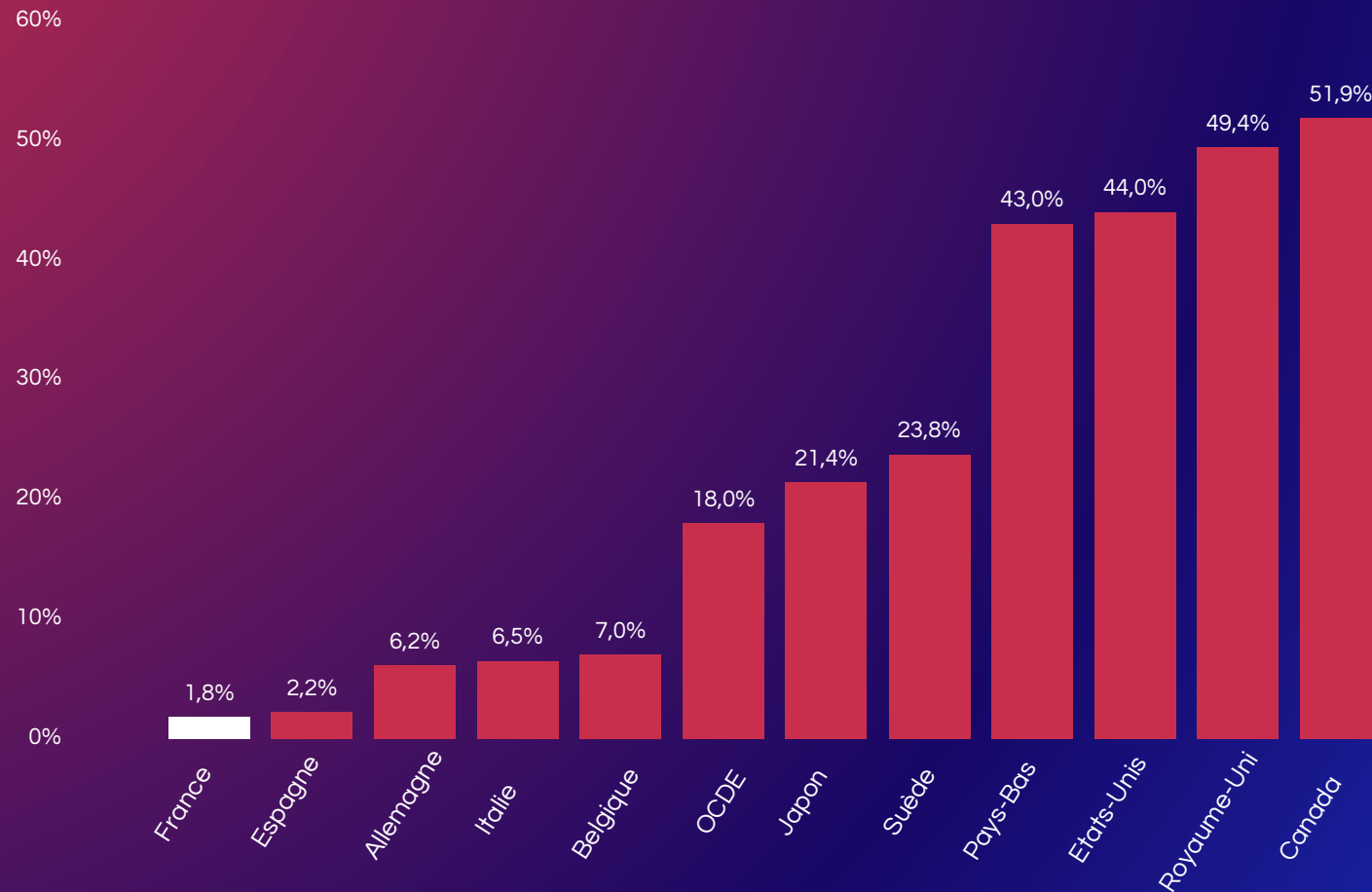
Source : OCDE, IAP
*Base 2019

3

Retraite par capitalisation :
d'autres pays l'ont fait

La part des dépenses privées de retraite est très faible en France, en comparaison internationale

Part des dépenses privées dans le total des dépenses de retraite



Source : OCDE, IAP

Liste de pays ayant mis en place une dose de capitalisation obligatoire

Europe



3 piliers. Le système inclut également un principe d'équilibre financier du système, qui ajuste les pensions à la hausse ou à la baisse en fonction du contexte macroéconomique.



3 piliers. 1/State Pension : Système public. 2/ Workplace Pensions : les employeurs inscrivent automatiquement les salariés à un fonds de pension. 3/ Private Pensions : Les individus peuvent souscrire des plans supplémentaires.



3 piliers. Plus de 90 % des salariés participent à un fonds de pension collectif.



Les fonds de pension obligatoires (gérés par des secteurs professionnels) couvrent la plupart des salariés. Les employeurs et les employés cotisent généralement 12 % à 15 % des revenus dans ces fonds.



3 piliers aussi. Le troisième pilier présente de forts avantages fiscaux.

Amérique, Asie, Océanie, Afrique



Le Superannuation Scheme oblige les employeurs à cotiser 11 % du salaire des employés dans des fonds de pension. Les fonds sont gérés par des institutions financières privées.



Le Mandatory Provident Fund (MPF) est un système obligatoire de capitalisation.



Modèle 100% capitalisation : les travailleurs cotisent 10 % de leur salaire à des Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), des fonds privés de retraite.



3 piliers : retraite publique, capitalisation employeur (401(k), capitalisation privée (Individual Retirement Accounts)

Pourquoi d'autres pays ont-ils mis en place la retraite par capitalisation et pas la France ?

1. Un héritage historique

- En France, le système par répartition s'est imposé sous Vichy, il y a 80 ans.
- Il est donc perçu comme un héritage historique et le pilier d'une « solidarité intergénérationnelle » imaginaire.

2. Méfiance culturelle vis-à-vis de la finance

- Certains fantasmes durablement entretenus laissent penser que le niveau des retraites varierait en fonction des fluctuations financières.
- Or, sur le temps long, les fluctuations sont lissées et les marchés sont structurellement haussiers.

3. Manque de courage politique et poids des syndicats

- Les syndicats en France ont historiquement joué un rôle clé dans la défense du système par répartition, considéré comme un acquis social majeur. Toute tentative de réforme vers un modèle par capitalisation rencontre souvent une forte résistance sociale et politique.
- Réciproquement, cela crée de la frilosité politique. En France, rares sont les voix qui proposent la mise en place d'une telle réforme.

4. Préférence pour des réformes paramétriques

- En France, le système par répartition a été maintenu grâce à des réformes paramétriques (âge de départ, durée de cotisation) plutôt qu'un changement structurel vers la capitalisation.
- Ces réformes sont inefficaces : elles deviennent très vite obsolètes, manquent d'ambition bien qu'elles déclenchent de fortes résistances et elles ne parviennent pas à garantir l'équilibre financier du système.

Le système de retraites suédois



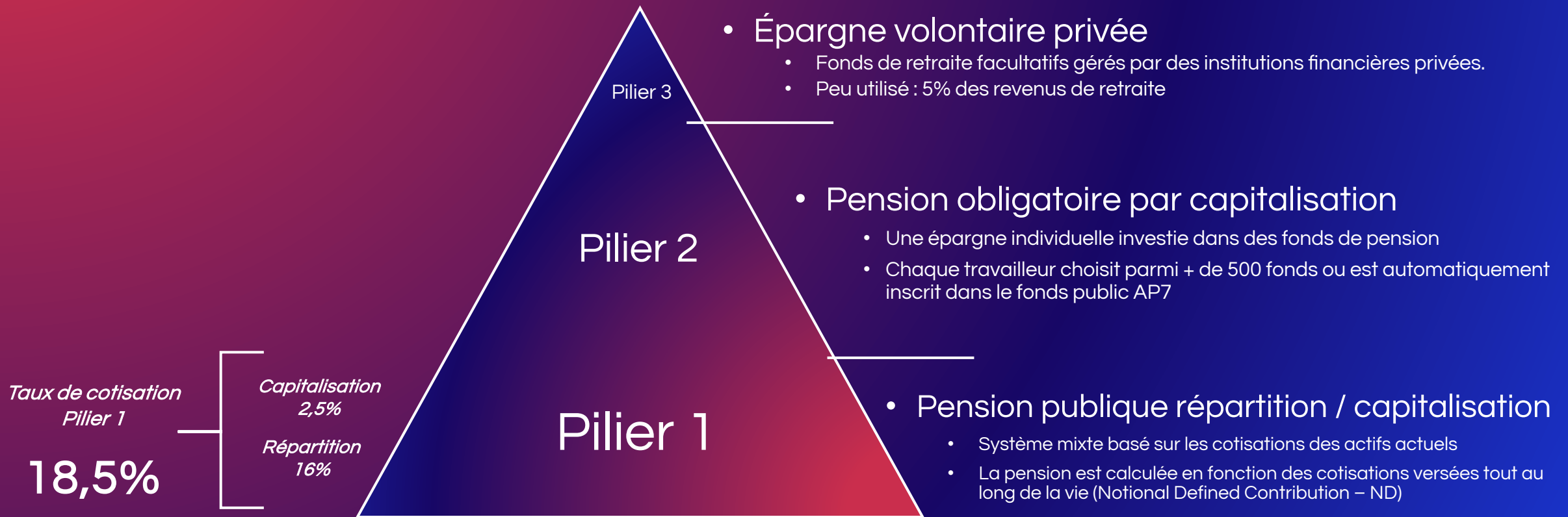
La Suède a mis en place la retraite par capitalisation il y a 25 ans



Le système de retraites suédois



Un système en 3 piliers

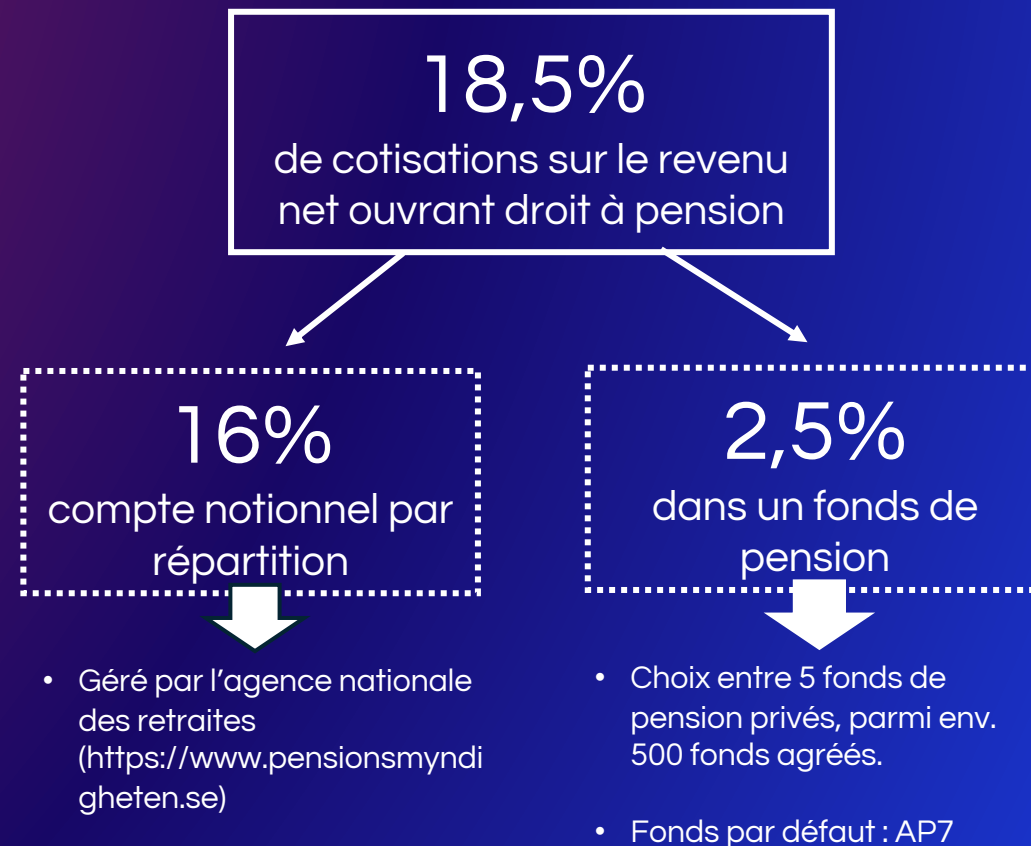


Pilier 1 : Pension publique répartition / capitalisation



Dans un système à cotisations définies

- Jusqu'à la réforme des années 1990, le premier pilier était semblable au système français actuel. Il correspondait à un système par répartition à prestations définies – système dans lequel le montant de la future pension est prédéterminé.
- La réforme des années 1990 introduit deux changements majeurs
 - **Le pilier 1 combine désormais répartition et capitalisation**
 - Passage d'un système à prestations définies à un régime à cotisations définies : les droits accumulés sont revalorisés chaque année en fonction d'un index représentatif de l'évolution des salaires moyens nominaux.



Pilier 1 : Pension publique répartition / capitalisation



Un plafonnement des droits

Répartition

- Seules les cotisations prélevées sur les revenus inférieurs à 44 375 SEK/mois* ouvrent des droits à pension.
- Le surplus prélevé est directement versé au budget de l'Etat, comme une taxe.

Capitalisation

- Plafond de cotisations : l'assiette de cotisation se limite revenus inférieurs maximum de 44 375 SEK/mois*



En mutualisant une partie des cotisations versées et en plafonnant l'assiette, le pilier 1 assure une redistribution.

Pilier 1 : Pension publique répartition / capitalisation

Le montant de la retraite varie en fonction de l'espérance de vie et de l'âge de départ

Méthode de calcul de la pension en Suède

Répartition

Le montant des droits accumulés sur le compte notionnel est divisé par un coefficient de conversion dépendant l'espérance de vie au moment de l'âge de départ.

Capitalisation

Le capital accumulé devient une rente fixe ou variable, selon le choix. Le montant de la rente dépend aussi de l'espérance de vie.

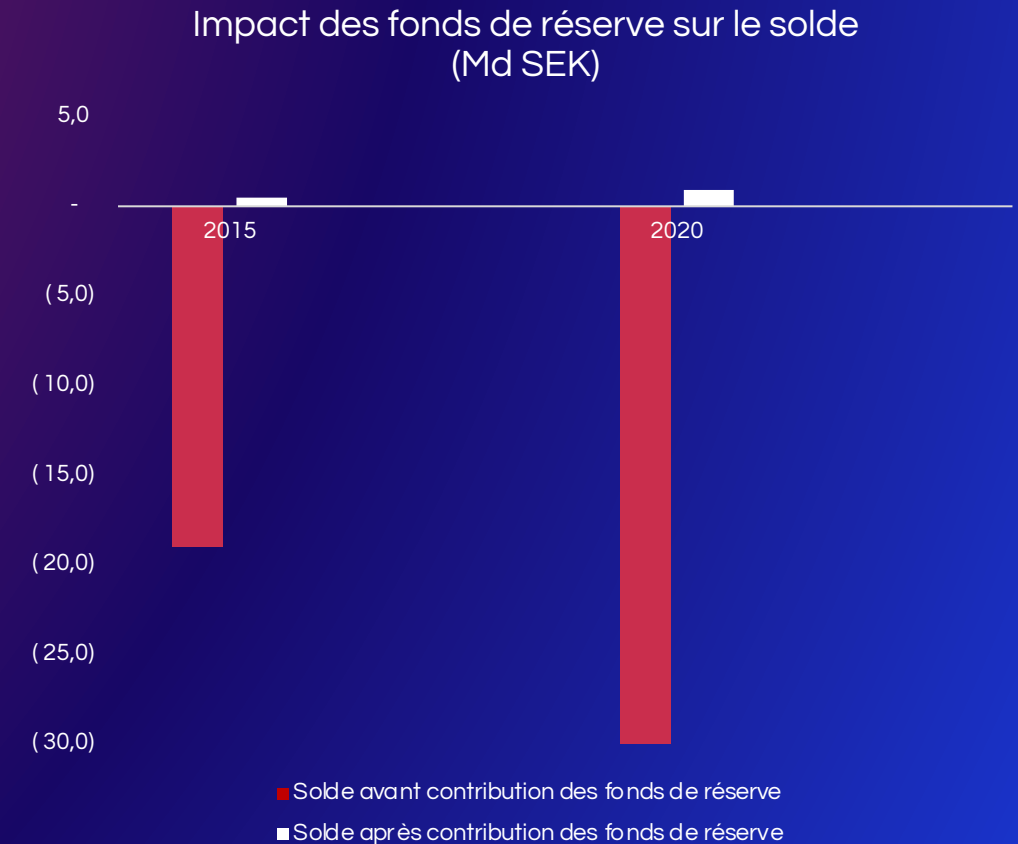
En cas de rente variable, celle-ci évolue annuellement en fonction de la rentabilité du fond.

Chaque année, les pensions sont revalorisées en fonction d'un indice qui reflète l'inflation des trois dernières années et l'évolution du salaire moyen, selon un code fixé dans le Code de la sécurité sociale.

Le maintien de l'équilibre financier du pilier 1 : les fonds de réserve



- Le Pilier 1, qui repose essentiellement sur la répartition, est naturellement déficitaire, en raison du vieillissement.
- L'équilibre du système est en partie assuré par quatre fonds de réserve : AP1, AP2, AP3, AP4
- Ce sont des fonds de pension qui investissent les réserves du système.
- Les ressources générées compensent le déficit des cotisations pour payer les pensions (AP funds act, 2000).



Le maintien de l'équilibre financier du pilier 1 : l'ajustement automatique des pensions



- L'objectif est de maintenir en toutes circonstances l'équilibre du système. Le mécanisme compare le passif et l'actif (les dépenses et les ressources, au sens patrimonial) afin de définir un ratio d'équilibre.
- Les cotisations et les réserves financent entièrement les pensions.
- **Actif :**
 - Contributions de l'année précédente actualisées d'un facteur qui représente le nombre d'années pendant lesquelles ces contributions « restent » dans le système (avant versement d'une pension)
 - Total des actifs des quatre fonds de réserve AP
- **Passif :**
 - Pensions dues aux retraités actuels
 - Pensions dues aux futurs retraités

$$\text{Ratio d'équilibre} = \frac{\text{Actifs des fonds de réserve} + \text{actifs de cotisations}}{\text{Passif envers les retraités} + \text{Passif envers les cotisants}}$$

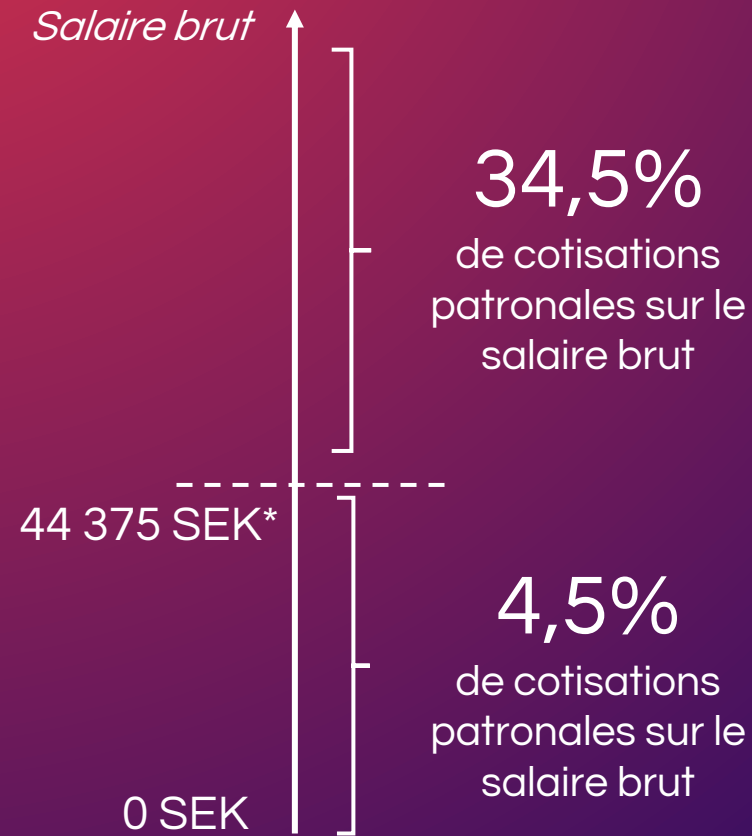


- Si le ratio < 1, le taux de revalorisation des pensions baisse.
- Si le ratio d'équilibre > 1, il y a un rattrapage des pensions.
- L'essentiel du temps, le ratio = 1

Pilier 2 : capitalisation



Premium pension



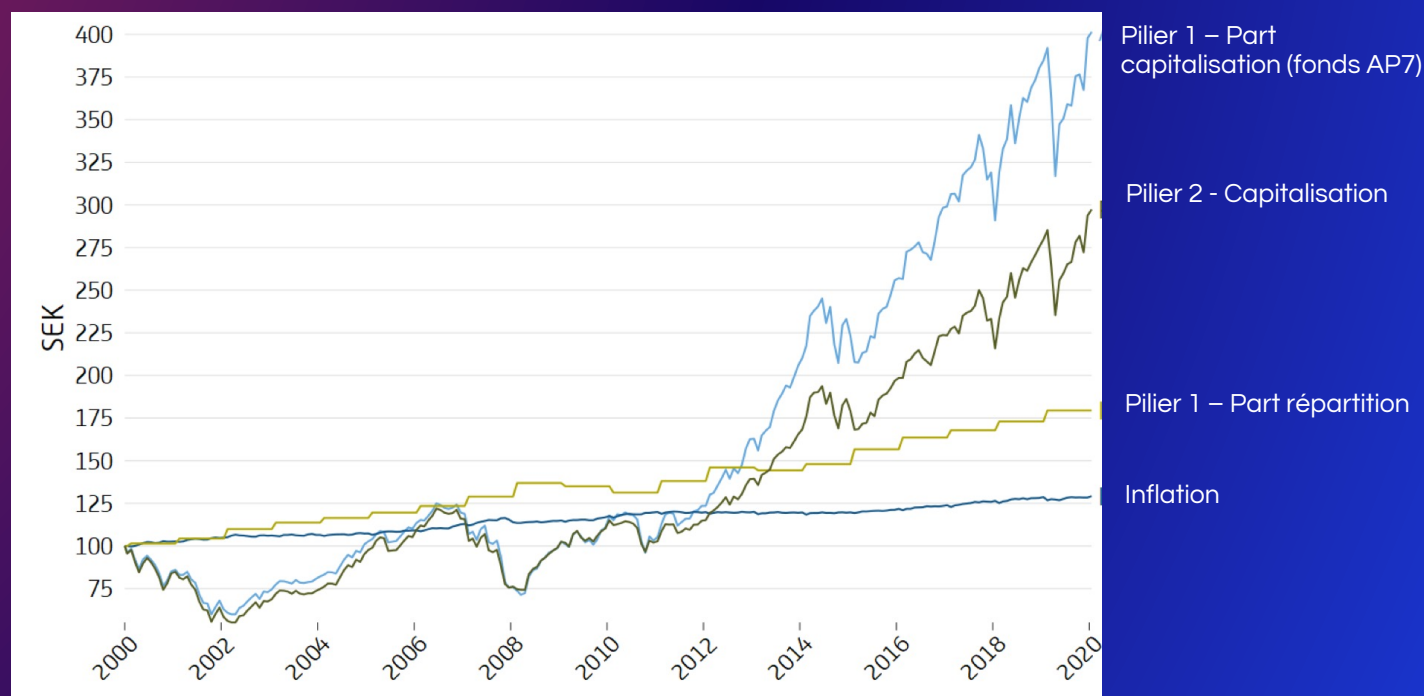
- Le pilier 2 existe depuis 1973 et s'applique à 90% des travailleurs suédois.
- La sur-cotisation sur les tranches élevées de revenu permet de compenser le plafonnement de cotisations du pilier 1.
- Les partenaires sociaux gèrent les relations et contrats avec les fonds.
- Les pensions peuvent être versées à partir de 55 ans, sur une durée choisie.



Les piliers 1 et 2 sont complémentaires

- Les rendements élevés du pilier 2 (capitalisation), permettent de compenser les éventuelles variations du pilier 1.
- Les fonds de pension (capitalisation) apportent de meilleurs rendements que la pension issue de la répartition, comme l'illustre l'évolution de la valeur de 100 SEK selon la nature de l'investissement.

Evolution de la valeur de 100 SEK



Les fonds de pension suédois participent activement au financement de l'économie



- Les fonds de réserve du pilier 1 (fonds AP) investissent entre 10% et 20% dans des actions suédoises et sont habilités à investir dans des entreprises non cotées.

Fonds	AP1	AP2	AP3	AP4
Actions suédoises	22,1%	9%	12,5%	16%
Actions étrangères	39,2%	32%	38,3%	36%
Obligations	24,9%	30,5%	24,6%	27%
Immobilier et infrastructures	15,8%	16,5%	18,6%	16%
Capital risque	6,9%	10%	7,4%	5%
Autres	0,3%	2%	0,6%	-
Taux de rendement sur 10 ans	5%	6,8%	8,7%	8,5%

Source : Rapports annuels

- Les principaux fonds du pilier 2 participent également activement au financement des entreprises suédoises.

Fonds	AMF	Alecta
Actions suédoises	23%	47,5%
Actions étrangères	11%	
Obligations	29%	33,8%
Immobilier et infrastructures	29%	18,7%
Autres	8%	-
Taux de rendement	7% (sur 10 ans)	5,6% (sur 5 ans)

Source : Rapports annuels

Les fonds de pension

Qu'est-ce qu'un fonds de pension?

- Un fonds de pension est un organisme d'investissement collectif qui gère des contributions financières dans le but de financer les retraites des cotisants.
- Ces fonds accumulent des cotisations tout au long de la vie des travailleurs, les investissent sur les marchés financiers, et reversent des prestations (pensions) une fois les salariés à la retraite.
- Les actifs sous gestion (ou *Assets Under Management, AUM*) désignent la valeur totale des investissements gérés par un fonds de pension ou une société de gestion pour le compte de ses clients (ici, les cotisants). Cela inclut toutes les sommes investies par les participants, ainsi que les gains générés par ces investissements.

A quoi servent les fonds de pension ?

1. Assurer un revenu important à la retraite

- Le principal rôle d'un fonds de pension est de garantir un **complément de revenu** aux travailleurs une fois qu'ils quittent la vie active.
- Ce système permet aux individus de ne pas dépendre uniquement des systèmes de retraite par répartition (souvent gérés par les États), qui peuvent être soumis à des pressions démographiques ou économiques.

2. Capitaliser les cotisations

- Contrairement au système par répartition (où les cotisations des actifs financent directement les pensions des retraités), les fonds de pension fonctionnent sur un principe de capitalisation :
 - Les cotisations des participants sont investies (actions, obligations, immobilier, etc.).
 - Les rendements générés par ces investissements augmentent la valeur des fonds.

3. Diversifier les sources de financement des retraites

- Les fonds de pension viennent compléter les pensions publiques souvent insuffisantes pour maintenir un niveau de vie identique à la retraite.
- Ils permettent aux individus de prendre davantage en main leur propre avenir financier.

4. Stimuler les marchés financiers

- En investissant des sommes considérables, les fonds de pension jouent un rôle crucial dans l'économie :
 - Ils financent les entreprises via les marchés financiers.
 - Ils participent à la stabilité et à la liquidité des marchés.

Les différentes catégories de fonds de pension

Fonds publics/souverains

- Ces fonds sont créés, administrés et réglementés par des **organismes publics ou étatiques**.
- Ils servent généralement à compléter ou gérer une partie du système de retraite obligatoire d'un pays, souvent **dans le cadre d'un système mixte (répartition + capitalisation)**.
- **La gestion est** généralement supervisée par un organisme public ou semi-public (ex. : fonds AP7 en Suède, ou le Fonds de réserve pour les retraites en France).
- Dans un système à 3 piliers, cela correspond au pilier 1.
- **Approche d'investissement :**
 - Prudente, avec une forte diversification (obligations, actions, immobilier, etc.).
- **Exemples :**
 - En Suède, le **fonds public AP7 Såfa** est le choix par défaut pour les cotisants qui n'ont pas sélectionné un fonds privé.
 - AP7 investit majoritairement en actions (portefeuille initial à 100 % en actions pour les jeunes) et réduit progressivement les risques à mesure que les cotisants approchent de l'âge de la retraite.

Les différentes catégories de fonds de pension

Fonds employeurs et fonds privés

Fonds employeurs

- Ces fonds sont mis en place par une **entreprise** ou un **groupe d'entreprises** pour offrir des avantages de retraite à leurs employés.
- L'entreprise et/ou l'employé cotise régulièrement au fonds, qui sera redistribué sous forme de rente ou de capital à la retraite.
- **Gestion :**
 - Gérée soit en interne par l'entreprise, soit par un tiers (assureur ou société de gestion).
 - Peut être obligatoire ou facultatif pour les salariés, selon la loi locale.
- **Approche d'investissement :** Similaire à celle des fonds privés, mais souvent adaptée aux caractéristiques de la main-d'œuvre (âge moyen, tolérance au risque).
- **Exemple :** en France, cela peut correspondre au **PER Entreprise (Plan d'Épargne Retraite)**, qui n'est pas un dispositif obligatoire.
- Dans un système à 3 piliers, cela correspond au pilier 2.

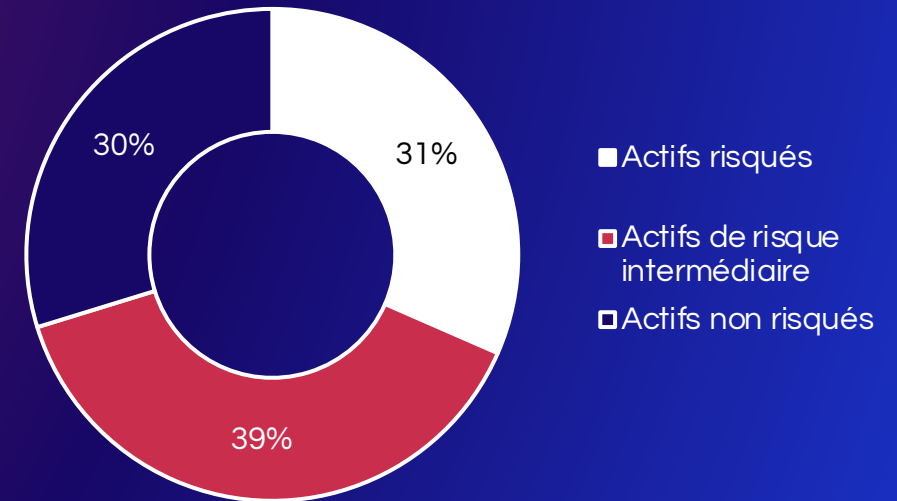
Fonds privés

- Ces fonds sont gérés par des institutions financières privées, telles que des banques, des compagnies d'assurance ou des sociétés spécialisées en gestion d'actifs.
- La gestion est réalisée par des acteurs du secteur privé avec un large éventail de choix d'investissements.
- **Approche d'investissement** les cotisants peuvent choisir des fonds selon leur tolérance au risque.
- Les **gestionnaires de fonds privés**, proposent des fonds de pension adaptés à différents profils (par âge, secteur, ou niveau de risque).
- Dans un système à 3 piliers, cela correspond au pilier 3.

Le Fonds de Réserve pour les Retraites - FRR (France)

- Le FRR a été conçu en 1999 comme une épargne de précaution pour faire face aux déséquilibres financiers prévisibles du système de retraite.
- Le FRR collecte des ressources financières pour les placer sur les marchés financiers, avec un horizon de placement à moyen ou long terme.
- Mais le FRR ne parvient pas à équilibrer le système de retraites français :
 - Les ressources du FRR sont limitées pour faire face aux déséquilibres structurels majeurs du régime de retraites.
 - Depuis 2010, le FRR a été redirigé pour verser une partie de ses ressources à la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES), afin de réduire la dette sociale. Cela diminue directement sa capacité à intervenir pour équilibrer le financement des retraites.
- Le FRR, qui s'est éloigné de sa mission initiale, est un outil utile pour atténuer temporairement certains chocs financiers, mais il n'est pas conçu pour équilibrer à lui seul le système de retraites.
- Chiffres clés :
 - Actif net : 21,2 Md€
 - Rendement annualisé : 3,59%
 - Création de valeur nette pour les finances publiques : 13Md€

Répartition du portefeuille du FRR (2023)

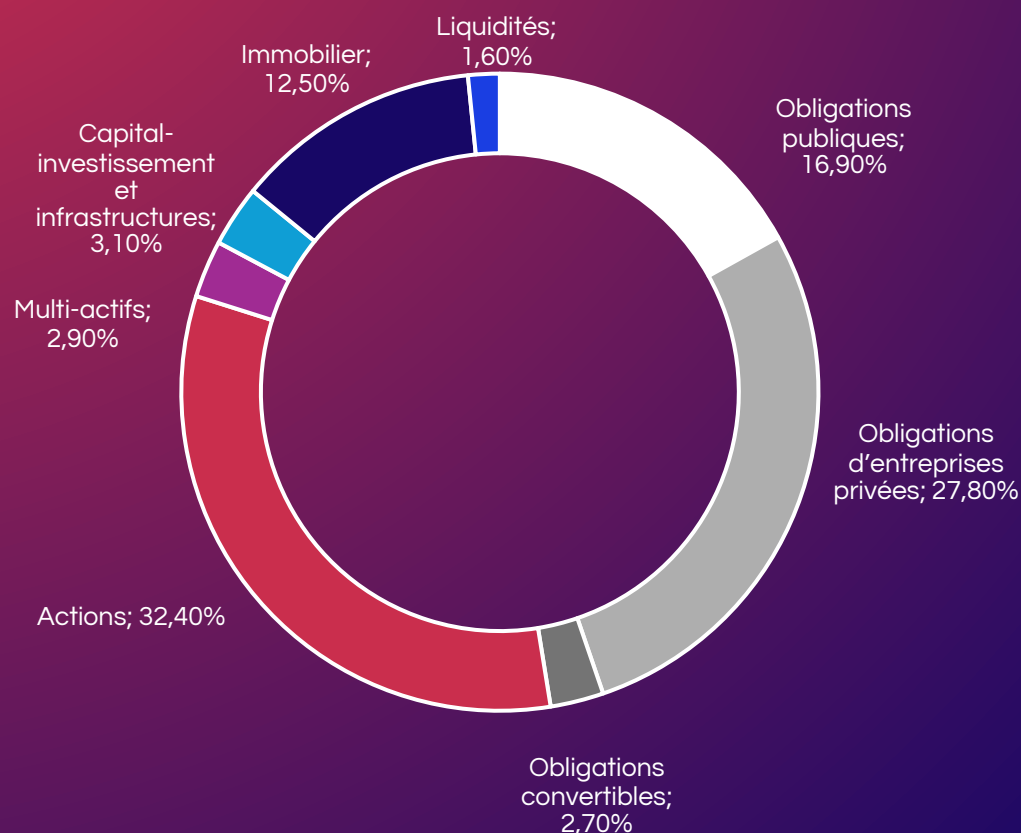


Source : Rapport annuel FRR, 2023

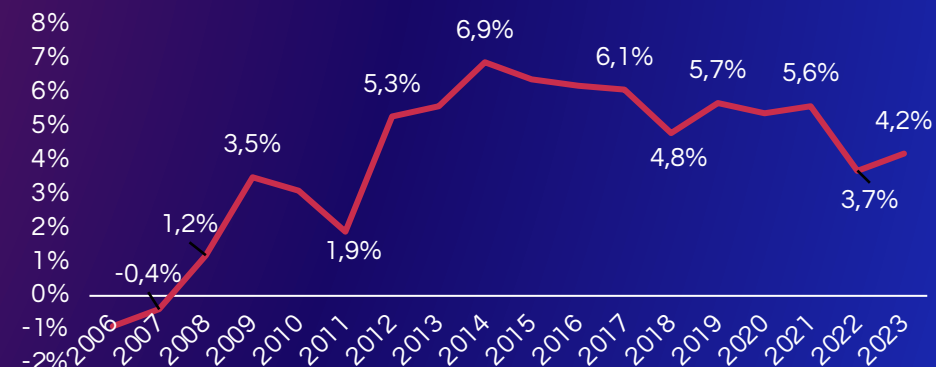
Le FRR gère 21,2Md€ d'actifs a généré un rendement de 2,1Md€ en 2023, tandis que les ressources annuelles du système de retraites français représentent plus de 380 Md€.

Le régime additionnel de la fonction publique

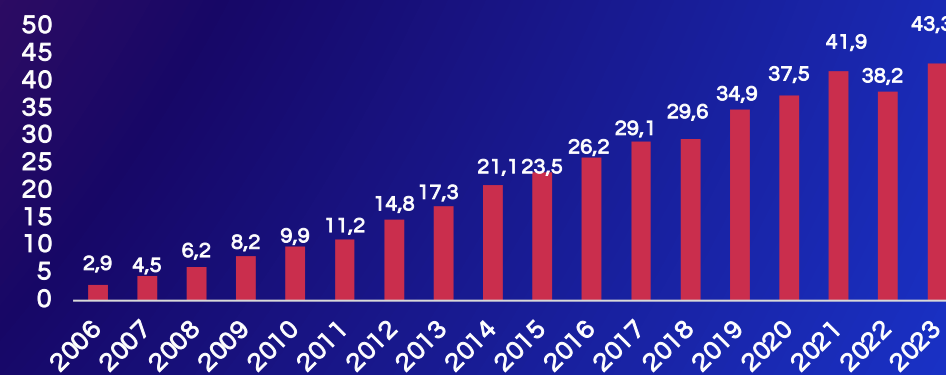
Répartition du portefeuille du fond de capitalisation des fonctionnaires par classe d'actifs (2023)



Evolution du taux de rendement interne annualisé depuis 2006, en valeur économique (%)

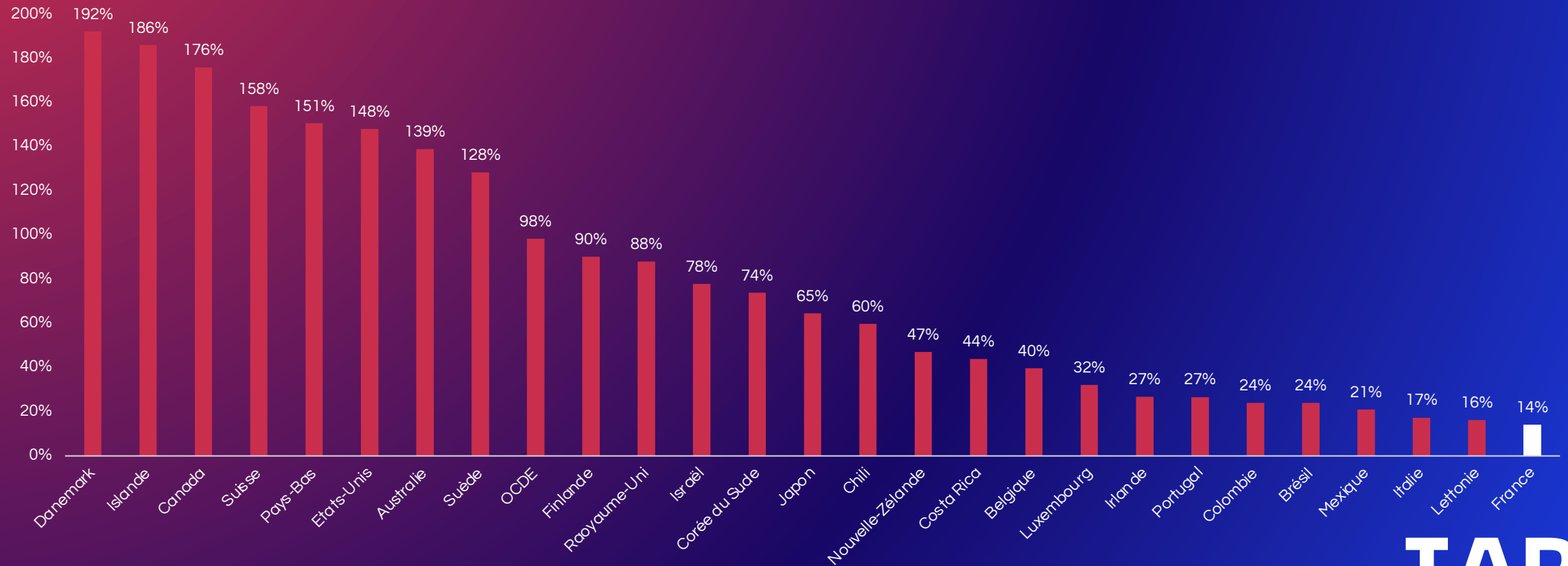


Actif net en valeur économique depuis la création du régime (en Md€)



Les pays ayant mis en place la retraite par capitalisation ont massivement libéré les volumes de capitaux disponibles

Actifs de retraites en proportion du PIB*

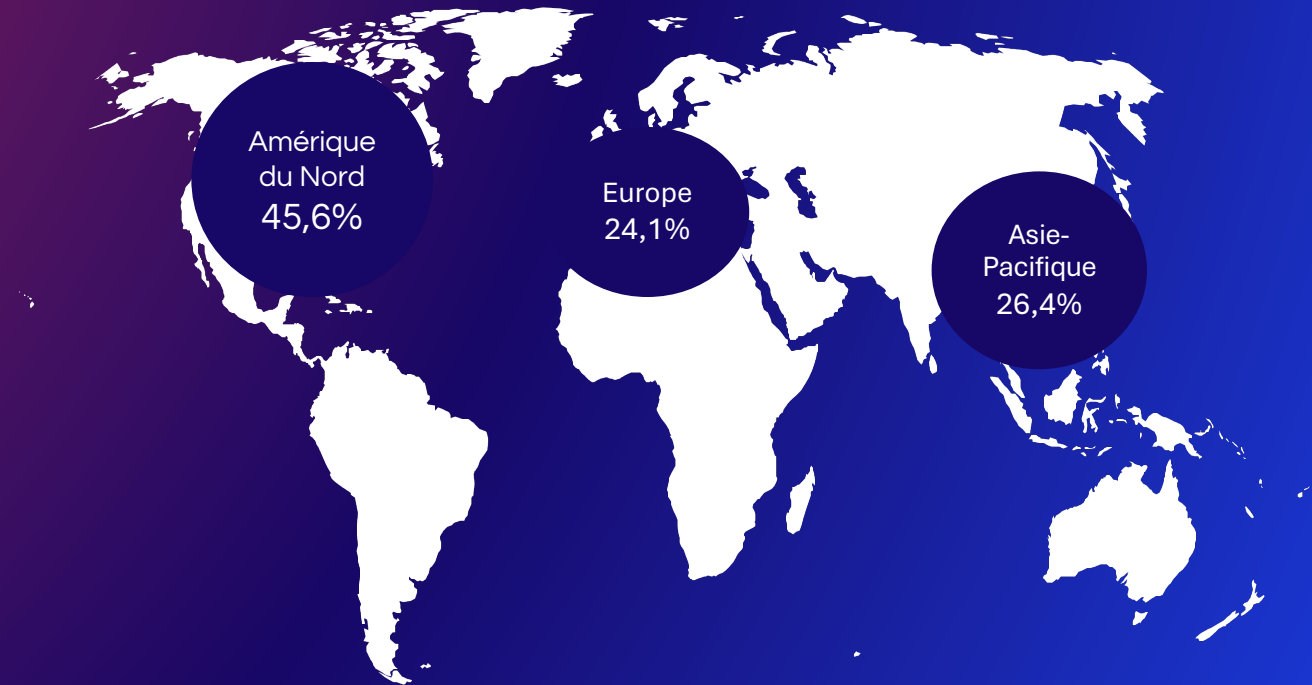


L'essentiel des actifs de retraite se situent logiquement en Amérique du Nord

Top 20 des fonds de pension dans le monde

Rang	Fonds	Pays	Actifs sous gestion (milliards de dollars US)
1	Government Pension Investment	Japon	1 449
2	Government Pension Fund	Norvège	1300
3	National Pension	Corée du Sud	706
4	Federal Retirement Thrift	Etats-Unis	690
5	ABP	Pays-Bas	490
6	California Public Employees	Etats-Unis	432
7	Canada Pension	Canada	421
8	Central Provident Fund	Singapour	407
9	National Social Security	Chine	347
10	California State Teachers	Etats-Unis	290
11	New York State Common	Etats-Unis	233
12	PFZW	Pays-Bas	232
13	New York City Retirement	Etats-Unis	228
14	Employees Provident Fund	Malaisie	228
15	Local Government Officials	Japon	207
16	Florida State Board	Etats-Unis	183
17	Ontario Teachers	Canada	182
18	Australian Super	Australie	176
19	Texas Teachers	Etats-Unis	173
20	Employees Provident	Inde	159

Répartition des actifs des 300 plus gros fonds de pensions mondiaux



Fonds de pension souverains

- Un **fonds de pension souverain** est un fonds d'investissement créé et géré par un État ou un organisme public dans le but de financer les retraites de ses citoyens sur le long terme.
- Ces fonds sont souvent associés à des systèmes de retraite par capitalisation, où les cotisations des travailleurs ou les excédents budgétaires sont investis dans des actifs financiers pour générer des rendements futurs.
- Un fonds souverain classique (comme le fonds saoudien ou norvégien) vise principalement à gérer les excédents budgétaires d'un pays, à stabiliser son économie ou à investir dans des projets stratégiques, sans viser spécifiquement à financer les retraites.

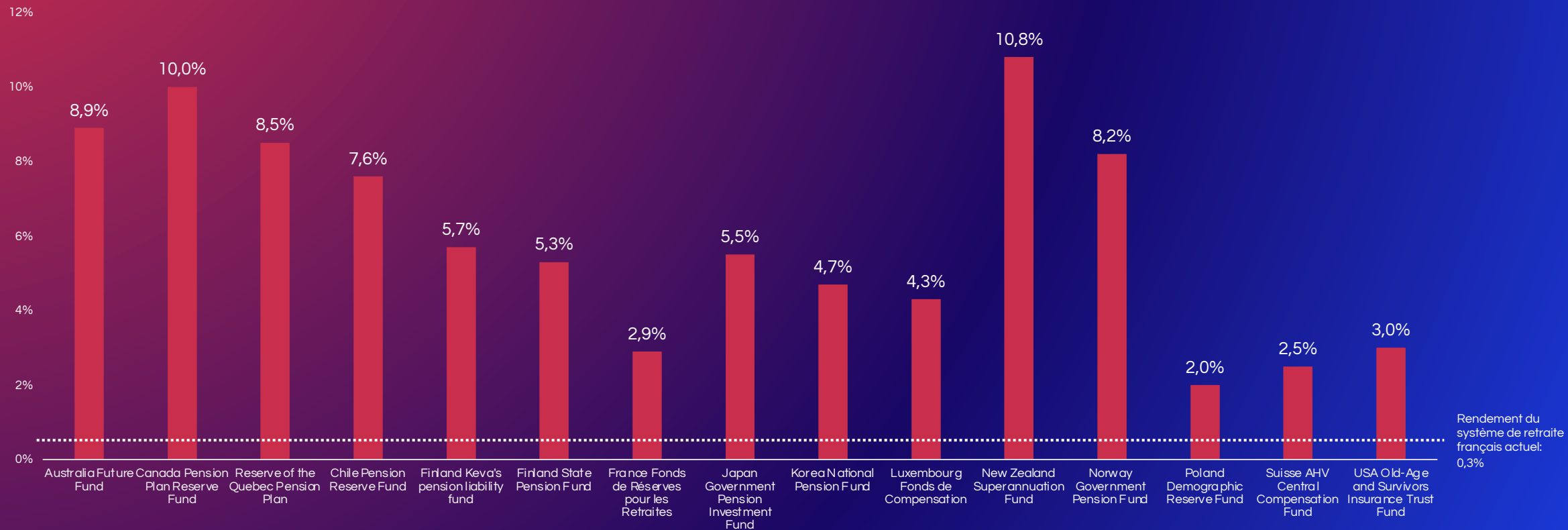
Top 10 des fonds souverains dans le monde

Rang	Fonds	Pays	Actifs sous gestion (milliards de dollars US)
1	Government Pension Investment	Japan	1 449
2	Government Pension Fund	Norvège	1 300
3	National Pension	Corée du Sud	706
4	Canada Pension Plan	Canada	421
5	Central Provident Fund	Singapour	407
6	National Social Security	Chine	347
7	Employees Provident Fund	Malaisie	228
8	Employees Provident	Inde	159
9	Labor Pension Fund	Taiwan	149
10	National Wealth Fund	Russie	140
11	Public Institute for Social Security	Koweït	136
12	Future Fund	Australie	134
13	GEPF	Afrique du Sud	132
14	Employee's Pension Fund	Inde	93
15	AP Fonden 7	Suède	76
16	AP Fonden 3	Suède	45
17	AP Fonden 4	Suède	43

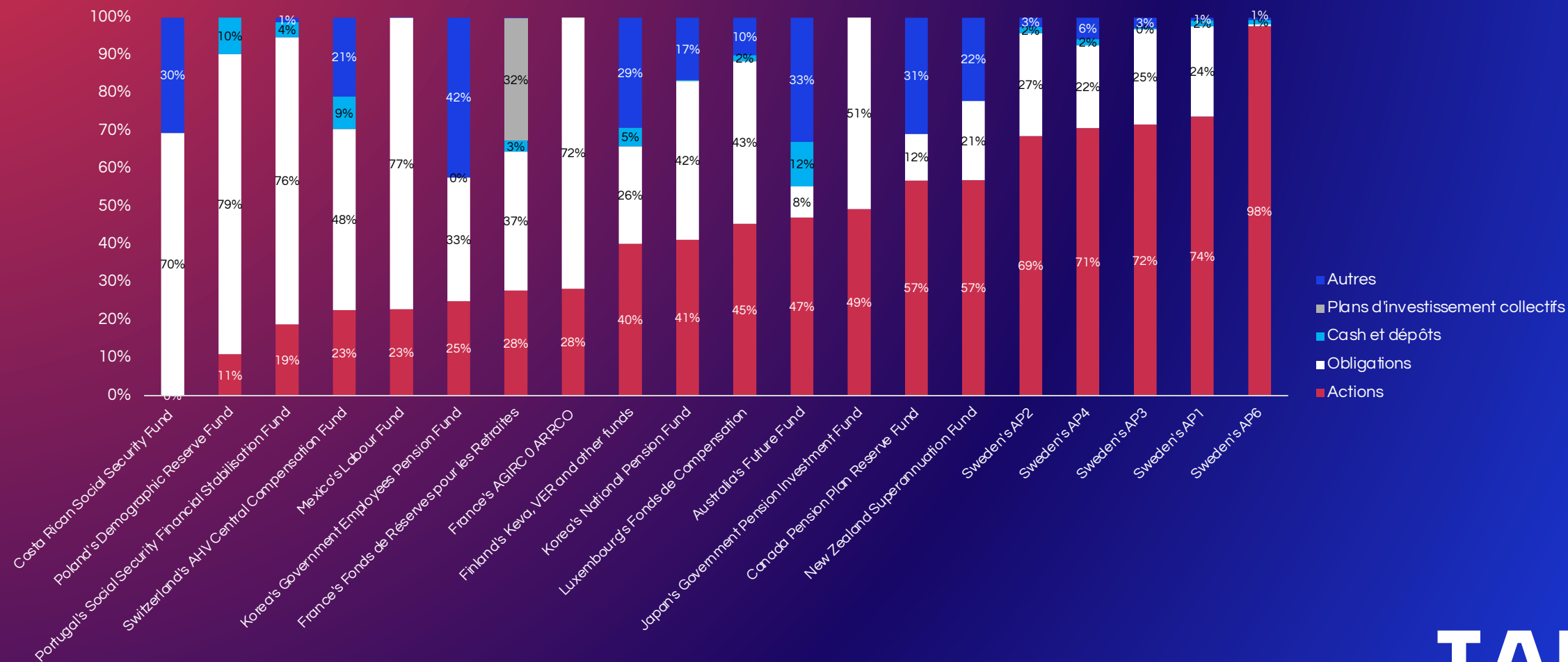
Source : Thinking Ahead Institute, Global top 300 pension funds, 2023

Les rendements des fonds de réserve sont élevés

Rendement sur 10 ans de fonds de réserves des retraites



Dans quoi investissent les fonds de réserve des autres pays ?



4

Enjeux et défis

du changement de système de retraite

Enjeu : Fluctuation des marchés financiers

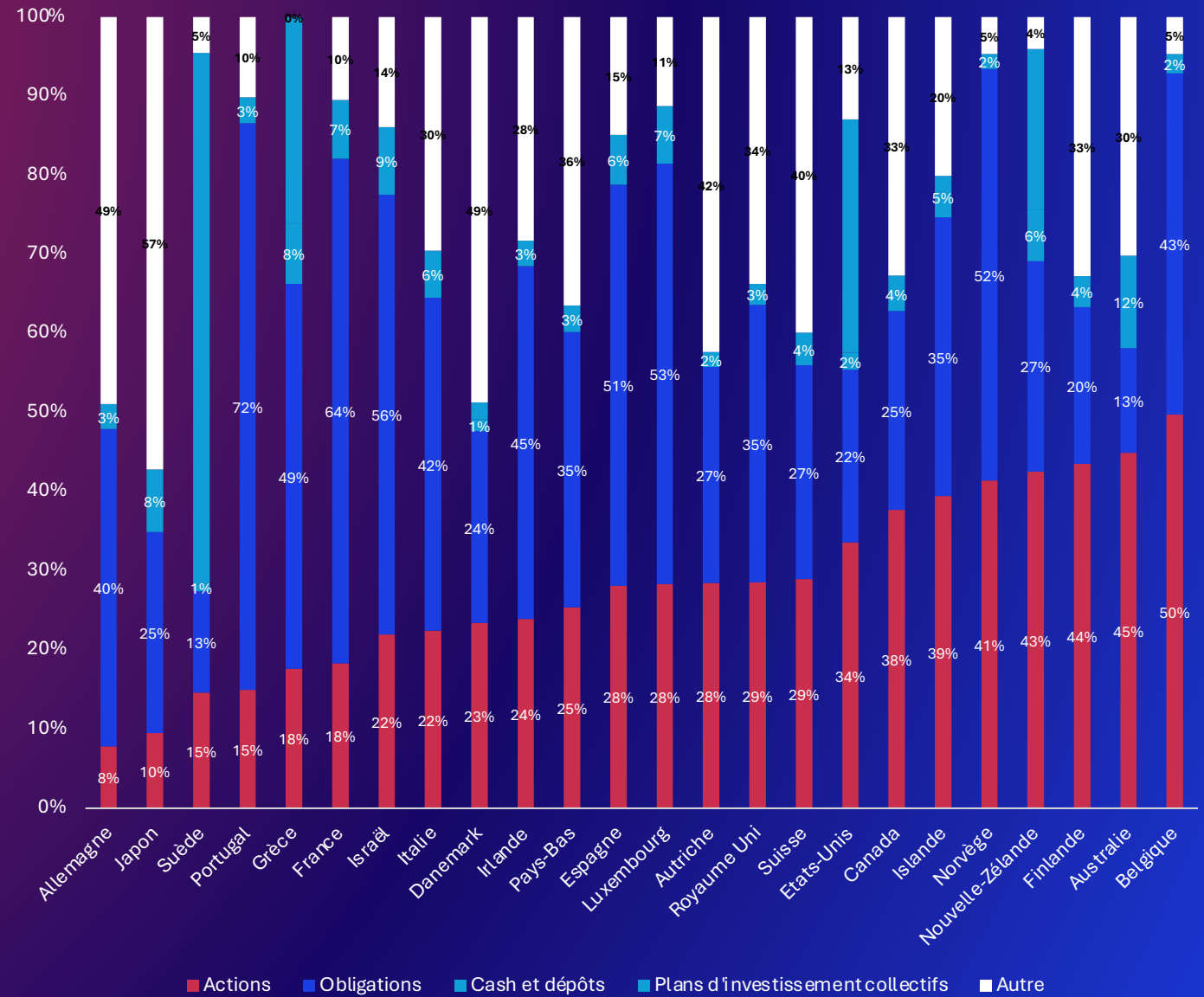
Un faux débat

- Les systèmes de retraite par capitalisation sont conçus pour fonctionner sur plusieurs décennies. Sur la longue durée, les fluctuations de marché ne sont pas un sujet. Les mécanismes suivants permettent de maintenir le système dans la durée :
 1. Diversification des investissements
 2. Horizons d'investissement longs
 3. Contributions régulières
 4. Réserves et mécanismes de solidarité
 5. Gestion prudente

Enjeu : Fluctuation des marchés financiers

Les fonds de pension ont une allocation diversifiée, qui permet de maîtriser le risque

- Les fonds de pension investissent essentiellement dans deux types d'actifs : les actions et les obligations (titres de dette). Ils représentent plus de la moitié des investissements dans 32 des 38 pays de l'OCDE.
- Les proportions d'investissement les plus fortes en obligations et actions se retrouvent au Chili (97,7%), au Mexique (96,2%) et en Pologne (95,2%).
- Pour certains pays (Suède, Grèce, Etats-Unis, Nouvelle-Zélande), ces investissements se font via des plans d'investissement collectifs, ce qui ne permet pas de disposer du détail de l'allocation.
- Au sein de l'investissement en obligations (titres de dette), la part de l'investissement dans le secteur public peut représenter une part importante dans certains pays : 90,9% en République Tchèque, 90,5% en Israël mais seulement 20,7% en Norvège et 17,6% en Nouvelle-Zélande.

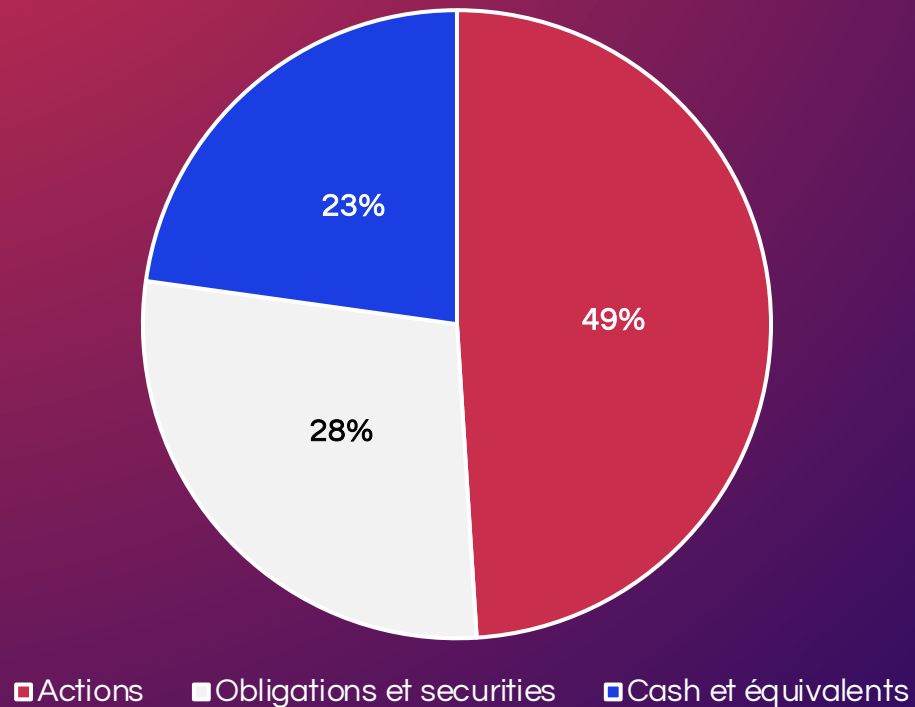


Source: OCDE, Pensions at Glance 2023

Enjeu : Fluctuation des marchés financiers

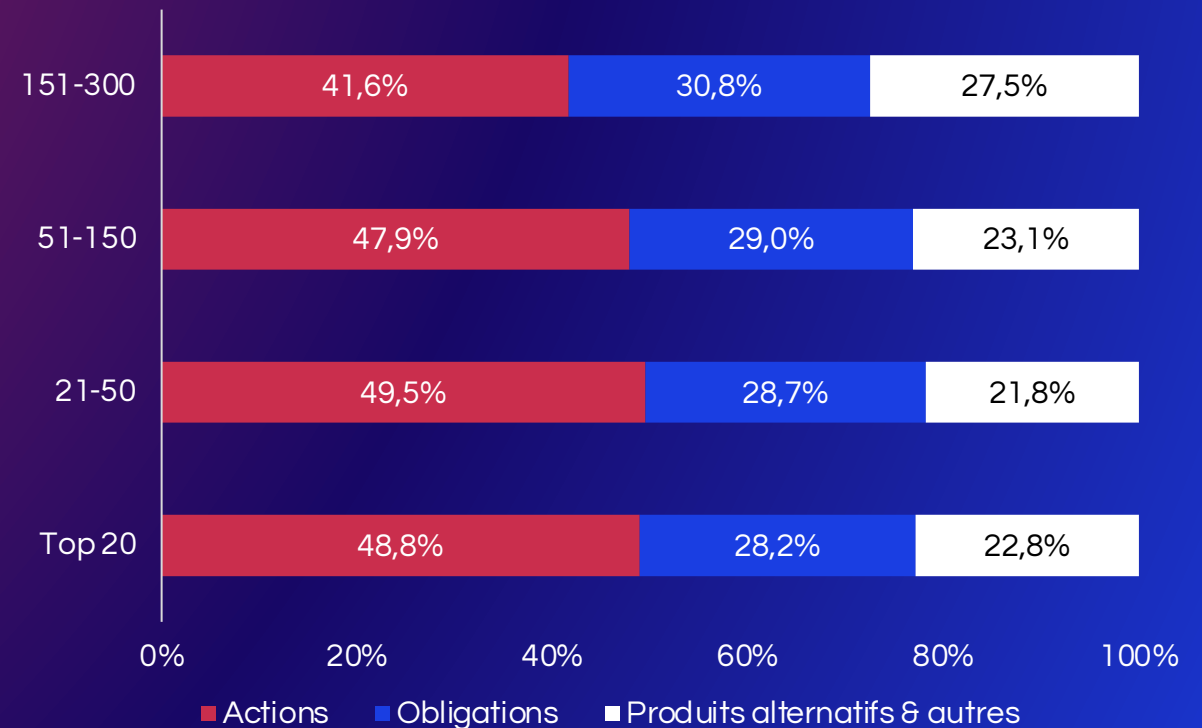
Les fonds de pension ont une allocation diversifiée, qui permet de maîtriser le risque

Allocation de l'investissement des 20 plus gros fonds de pension mondiaux



Source: Thinking Ahead Institute, 2023

Allocation de l'investissement des 300 plus gros fonds de pension mondiaux



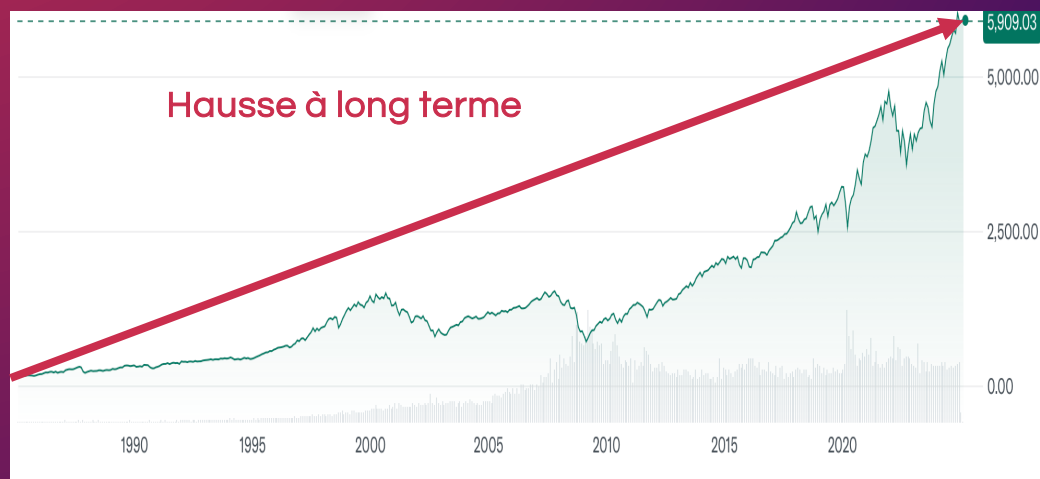
Source: Thinking Ahead Institute, 2023

Enjeu : Fluctuation des marchés financiers

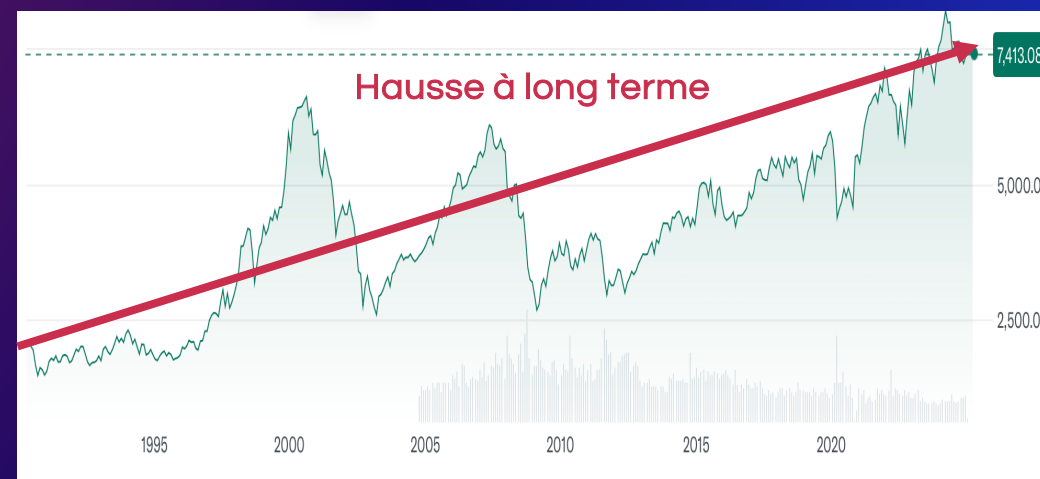
Des horizons d'investissement longs qui amortissent les chocs

- Les marchés financiers ont historiquement une tendance à la hausse sur le long terme, malgré des périodes de volatilité. Les corrections de marché ne sont que temporaires.

Evolution de l'indice S&P 500



Evolution de l'indice CAC40



Enjeu : Fluctuation des marchés financiers

Des contributions régulières

- Les contributions régulières, également appelées investissements périodiques, sont un aspect essentiel des systèmes de retraite par capitalisation. Elles jouent un rôle clé pour réduire l'impact des fluctuations des marchés financiers et maximiser les rendements sur le long terme.
- La méthode consiste à investir un montant fixe régulièrement (mensuel, trimestriel, annuel) dans des actifs financiers, indépendamment des variations des prix de ces actifs.
- Les baisses de marché peuvent devenir des opportunités grâce à la régularité des cotisations.



Exemple

- Un individu cotisant 100 € par mois :
 - En janvier, le prix par unité est de 10 € → il achète 10 unités.
 - En mars, le prix chute à 8 € → il achète 12,5 unités.
 - En juin, le prix remonte à 11 € → il achète 9 unités.
- Résultat : Son coût moyen par unité est inférieur au prix final.

Avantages

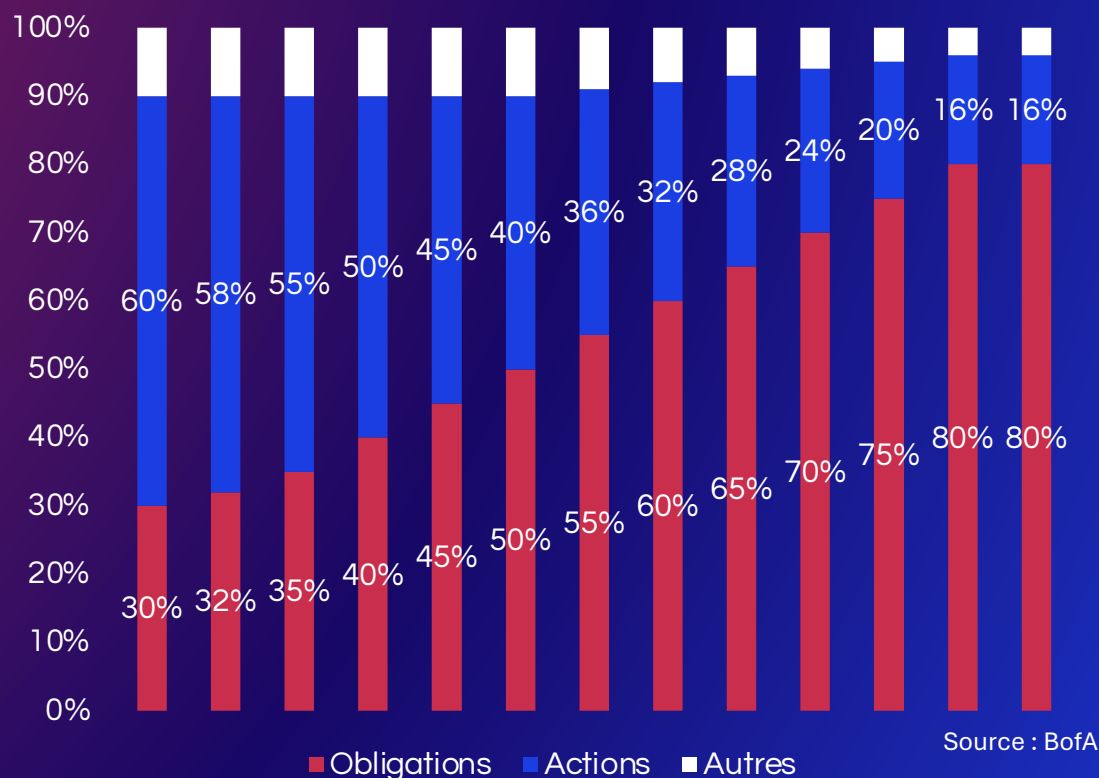
1. Stabilité psychologique : Pas besoin de prédire le marché ou de le suivre au jour le jour
2. Facilité de mise en œuvre : Cotisations automatisées, ce qui évite des décisions complexes ou émotionnelles.
3. Maximisation à long terme : Les contributions régulières permettent de capter la croissance naturelle des marchés financiers sur plusieurs décennies, tout en réduisant l'impact des baisses temporaires.

Enjeu : Fluctuation des marchés financiers

Gestion prudente : une gestion professionnelle limite les risques et maximise les rendements.

- Les fonds de pension sont gérés par des professionnels qui utilisent des stratégies diversifiées et ajustent les portefeuilles selon les conditions du marché.
- La gestion prudente peut s'illustrer par deux stratégies :
 - **Glide Path** : Diminution des actifs risqués (actions) au fur et à mesure que les participants approchent de la retraite.
 - **Hedging** : Couverture des risques de taux d'intérêt ou de change.

Exemple illustratif de diminution du risque au cours de la vie active (glide path)



Les actifs les moins risqués (obligations) montent en gamme au fur et à mesure qu'on se rapproche de l'âge de la retraite

Enjeu : Développer l'éducation financière

- En corollaire de la mise en œuvre de la retraite par capitalisation, il est nécessaire de développer une meilleure culture financière et entrepreneuriale en France. Comprendre les mécanismes de l'investissement fait aussi partie de la formation d'un adulte.

1. Intégrer l'éducation financière dès le collège

- En Australie, des programmes d'éducation financière sont intégrés dès l'école primaire.
- Aux États-Unis, plusieurs États exigent que les lycées enseignent la gestion financière personnelle.
- **En France, on pourrait :**
 - Intégrer des modules obligatoires sur les bases de la finance personnelle (épargne, investissement, création d'entreprise) dans les programmes scolaires dès le collège et approfondir au lycée.
 - Inclure des simulations pratiques, comme la gestion d'un portefeuille fictif ou la création d'un projet entrepreneurial

2. Promouvoir les partenariats public-privé pour l'éducation financière

- Au Royaume-Uni, le "Money and Pensions Service" collabore avec des entreprises, des ONG et des éducateurs pour renforcer les connaissances financières.
- En France, on pourrait :
 - Encourager les entreprises, notamment les institutions financières, à proposer des ateliers ou des séminaires pour former aux bases de la gestion financière, de l'investissement et de la création d'entreprise

Enjeu : Transition d'un système à l'autre

Problème de la double cotisation

- Lorsqu'un système par répartition évolue vers un système partiellement financé ou entièrement capitalisé, il y a un risque de double charge pour les générations actives.
1. **Première charge** : Les actifs doivent financer les pensions des retraités actuels (principe de répartition).
 2. **Deuxième charge** : Dans un système de capitalisation, les actifs doivent également épargner pour leur propre retraite future, car leur pension ne sera plus financée par les générations suivantes.
- Sans ajustement, cela signifie que les actifs devraient payer **deux fois**, ce qui est politiquement et économiquement insoutenable.

Enjeu : Transition d'un système à l'autre

Le fonds de transition

- En Suède, les fonds de réserve qui avaient été constitués sous l'ancien régime par répartition, ont absorbé le choc financier de la transition en prenant en charge une partie des pensions des retraités.
- Cela a permis de compenser le déficit temporaire sans augmenter les cotisations.
- En France, il faudrait faire monter en charge le FRR (Fonds de réserve des retraites pour qu'il joue un rôle similaire).
- Ce fonds jouerait ainsi un rôle de transition.
- Ce point technique, crucial pour la faisabilité de la réforme, fera l'objet d'une note complémentaire.

Pourquoi cela évite la double charge ?

1. Pas besoin d'augmenter les cotisations :

- Les actifs continuent de cotiser au même taux (18,5 %), donc ils ne supportent pas un fardeau supplémentaire.
- Les fonds de réserve comblent le déficit lié à la répartition.

2. Les pensions des retraités sont garanties :

- Les fonds de réserve permettent de maintenir le financement des pensions en cours, sans compromettre les engagements pris envers les retraités.

3. Temps pour établir la capitalisation :

- Les fonds de réserve donnent au système de capitalisation le temps de monter en puissance sans créer un choc financier immédiat.

