

L'ÉPARGNE-RETRAITE EN FRANCE : ÉTAT DES LIEUX ET FINALITÉS D'UNE RÉFORME

ARNAUD LECHEVALIER*

La période contemporaine est marquée par un niveau d'épargne plus élevé qu'attendu, par une croissance soutenue de l'épargne financière des ménages, et par la modification de sa structure au profit d'une épargne longue et stable. Au-delà des incertitudes statistiques réelles, notamment liées à la définition du revenu retenu, les approches théoriques traditionnelles en termes de théorie du cycle de vie ou de revenu permanent (Allard, 1991) ont rencontré des difficultés à expliquer cette hausse du taux d'épargne en France dans la première moitié des années 1990. Un ensemble de travaux convergents¹, qui élargissent la théorie standard du cycle de vie en introduisant l'hypothèse d'un revenu d'activité futur aléatoire², ont alors mis en avant le poids croissant d'une épargne liée aux risques pesant sur l'avenir (en matière de revenu, en raison du chômage ou encore des incertitudes pesant sur les régimes publics de retraite³), souvent renforcée par des contraintes de liquidité. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels, conjointement à la déréglementation financière dans la seconde moitié des années 1980, pourraient avoir joué un rôle complémentaire (Cadiou, 1995 ; Bonnet et Dubois, 1995).

217

Si le poids des variables traditionnelles demeure important (pouvoir d'achat du revenu, inflation), la faculté prédictive des modèles est ainsi améliorée dès lors que sont introduites les conséquences de l'incertitude sur les comportements des ménages. On retrouve des explications similaires en matière de choix de portefeuille et de comportements patrimoniaux (Arrondel et Masson, 1996b).

C'est dans ce contexte, qui pourrait perdurer, qu'est posée la question de la réforme de l'épargne-retraite en France, qui se développe jusqu'à

*LES-MATISSE (UMR CNRS n°85.95), Université de Paris I, Panthéon-Sorbonne

présent dans l'opacité, sans stratégie cohérente et dans l'inégalité. Dans cette perspective, la première partie s'attachera à décrire les principaux canaux et supports par lesquels transite l'épargne-retraite dans notre pays, tout en évaluant dans chaque cas leur potentiel de développement et leur adéquation à l'objectif recherché. La seconde partie sera consacrée à évaluer les arguments qui ont été mis en avant pour défendre la nécessité d'un accroissement de l'épargne-retraite ou une modification de la structure de l'épargne des ménages en France, suivant des stratégies au demeurant fort contrastées. Au regard de cette analyse et du panorama dressé dans la première partie, on esquissera quelques pistes pour l'avenir en conclusion.

Au préalable, il est indispensable de revenir sur les problèmes posés par la définition de l'épargne-retraite. On retiendra ici de manière conventionnelle une définition large de l'épargne-retraite, soit l'ensemble des placements « spéculatifs »⁴ et de prévoyance à long terme constitutifs d'un patrimoine de rapport destiné à générer un revenu après la cessation d'activité indépendamment des modalités de constitution ou de liquidation de ce patrimoine. On exclura l'épargne-logement, dont une partie peut répondre à cette définition, mais qui pose des problèmes spécifiques, de même que les actifs professionnels que les travailleurs indépendants peuvent liquider à cette fin.

218

LES DISPOSITIFS D'ÉPARGNE-RETRAITE EN FRANCE : PANORAMA ET ÉLÉMENTS D'ÉVALUATION

Au regard de la précédente définition, un panorama des différents produits et dispositifs d'épargne-retraite existant actuellement en France⁵ conduit à distinguer :

- ceux qui sont offerts dans le cadre de régimes professionnels, qui répondent aux objectifs assignés en matière de retraite, mais qui ne rencontrent qu'un succès ou une étendue limitée ;
- ceux qui relèvent, au moins en partie, de l'objectif d'épargne-retraite, mais qui sont souscrits exclusivement à titre individuel ;
- une partie de l'épargne salariale, qui est bien souscrite dans un cadre collectif et contractuel, qui peut être orientée utilement en direction des entreprises mais qui, à l'heure actuelle, est mal ajustée aux exigences de l'épargne-retraite.

Les régimes professionnels

La constitution d'une épargne-retraite dans un cadre professionnel peut se faire, soit par recours à des mécanismes assurantiels, soit par des fonds de pension catégoriels. On présentera les différents mécanismes existants, avant de synthétiser dans les deux cas les problèmes rencontrés et les perspectives d'avenir.

Les contrats des articles 39 et 83 du Code général des impôts

Comme pour toutes les opérations de prévoyance, l'intérêt de ces contrats du point de vue de l'entreprise est leur statut de déductibilité des sommes consacrées, sous réserve du respect d'un certain nombre de conditions. Les contrats article 39 du Code général des impôts sont des régimes à prestations définies. Ils sont aujourd'hui en perte de vitesse par rapport aux contrats article 83, qui, eux, sont à cotisations définies.

Au cours de l'année 1997, les sociétés d'assurance ont collecté 21 milliards de francs au titre des contrats de retraite professionnelle (y compris « loi Madelin »), soit 4 % du chiffre d'affaires vie et capitalisation. Les provisions mathématiques s'élèvent à 187 milliards de francs (6 % de l'ensemble des provisions des sociétés d'assurance-vie). Ces montants, pour modestes qu'ils soient, ne sont pas négligeables. Il n'existe pas de recensement exhaustif de la population couverte par ces régimes.

Quelles sont les perspectives de développement de ces régimes ? Quatre problèmes doivent être mentionnés.

Les exonérations de cotisations et d'impôt auxquelles ouvrent droit les différents contrats sont importantes⁶. Le développement de fonds de pension est donc déjà possible dans le cadre de l'actuelle législation. Les limites supérieures de l'exonération sont en effet très élevées et ne devraient pas poser de difficultés en général. Reste à s'interroger sur le bien-fondé de ces exonérations, en distinguant les avantages fiscaux, des exonérations de cotisations sociales. Que les sommes épargnées dans ce cadre pour la retraite ne soient pas soumises à une double imposition, en d'autres termes que les fonds investis en épargne-retraite soient exonérés soit à l'entrée, soit à la sortie paraît cohérent. En revanche, l'exonération de charges sociales, pour les salariés ou l'employeur, n'est guère légitime puisque le développement des retraites par capitalisation vient alors amoindrir les ressources potentielles des régimes par répartition, et cela au profit de la fraction la mieux insérée du salariat. Il est vrai cependant que la hausse des taux de cotisations sociales à laquelle ont procédé ces dernières années les régimes complémentaires, en particulier l'AGIRC, a réduit la place réservée à ces régimes supplémentaires.

Comme le montrent toutes les expériences étrangères, un mécanisme d'épargne-retraite, quelle qu'en soit la nature exacte, pour être réellement fonctionnel, suppose une garantie claire quant à la « portabilité » des droits. Or, celle-ci est limitée et même inexistante dans le cadre des régimes supplémentaires à prestations définies. Cette situation est d'autant plus problématique que l'inégalité d'accès à ces régimes est grande puisqu'il sont *de facto* réservés aux grandes entreprises.

S'y ajoute le problème du financement de ces régimes. Contrairement aux autres grands pays de l'OCDE où existent des règles de

provisionnement strictes, la situation est longtemps demeurée floue en France, malgré la loi du 11 juillet 1985 qui a ouvert une faculté d'option en matière de provisions, mais laissait les entreprises libres de choisir leur méthode d'évaluation (Brugirard, 1991). Pour des raisons à la fois fiscales et comptables, les entreprises françaises n'ont jamais été incitées à provisionner. La loi du 8 août 1994 a, au demeurant, interdit, sauf exceptions, la constitution de nouvelles institutions de retraite supplémentaire. Elle a, par ailleurs, précisé le régime de constitution des provisions techniques, mais elle a limité le provisionnement aux « engagements nés après publication de la loi », alors qu'il eût été préférable de prévoir un provisionnement intégral mais étalé dans le temps (Laigre, 1995). Selon une étude récente⁷, sur 1000 entreprises françaises (cotées et non cotées) 46 % déclarent ne pas constituer de provisions pour la retraite dans les comptes consolidés, et parmi elles un tiers seulement ont provisionné l'intégralité de leurs engagements. Les enjeux ne sont pourtant pas minces puisque, selon la même étude, les engagements en matière de retraites représenteraient 7 à 11 % des fonds propres des entreprises⁸.

La disparition des « retraites chapeau » (article 39) ne signifie pas le recul de la capitalisation comme le montrent de nombreux exemples où les entreprises sont passées d'un système de prestations définies à des systèmes à cotisations définies, à l'image d'Elf-Aquitaine ou de la Société Générale. Mais le cas le plus exemplaire en ce domaine est l'accord signé par les partenaires sociaux dans la branche assurance le 17 juillet 1996, qui prévoit que la partie non transférée à l'ARRCO du régime professionnel se transforme en « fonds de pension » à cotisations définies, pour ce qui n'est rien d'autre en réalité qu'une formule reprenant les principes de l'article 83 du Code général des impôts⁹.

Les fonds de pension catégoriels

Il s'agit dans tous les cas de régimes par capitalisation qui ont pour particularité d'être élaborés à partir de contrats proposés par des assureurs et de venir en compléments de régimes spéciaux qui ne garantissent qu'une pension minimale ou sans rapport direct avec les revenus perçus. Certains de ces fonds catégoriels sont déjà anciens (le CREF, Préfon pour les fonctionnaires), alors que d'autres ont vu le jour beaucoup plus récemment (Fonpel en 1993 et, plus récemment, Mudel pour les élus locaux). Dans tous les cas, l'adhésion individuelle se fait sur une base volontaire et les cotisations bénéficient d'avantages fiscaux. On s'intéressera ici à titre d'illustration aux contrats « Madelin ».

La loi du 11 février 1994, dite loi « Madelin », a permis de supprimer la différence de régime fiscal entre les cotisations versées par les salariés en vue de la retraite, de la prévoyance, et de la perte d'emploi et celles

dont sont redevables les indépendants, qui jusque-là n'étaient pas déductibles. Alors qu'auparavant seules pouvaient être déduites les cotisations des régimes de retraite professionnels par répartition, cette faculté vaut désormais pour une protection sociale complémentaire librement consentie. Les cotisations obligatoires et facultatives obéissent à la règle des 19 % de huit fois le plafond. Il y a donc un avantage fiscal à l'entrée dont la portée est fonction du taux d'imposition de l'intéressé et du montant des cotisations obligatoires. Le dispositif fiscal est très avantageux pour les non salariés qui ont une dette fiscale importante puisqu'ils peuvent consacrer jusqu'à 190 000 francs par an aux nouveaux produits. En revanche, les versements n'échappent pas aux prélèvements sociaux. Enfin, la sortie en rente est obligatoire : le contrat ne présente pas de valeur de rachat sauf dans des cas exceptionnels. Le montant de la rente dépend du contrat choisi et de l'âge de bénéficiaire (celui où la retraite est liquidée dans les régimes obligatoires). La rente supporte l'impôt sur le revenu, augmenté des prélèvements sociaux (CSG et CRDS).

Il est délicat d'évaluer un dispositif qui connaît sans doute encore une montée en charge. On peut cependant mettre en avant le relatif succès du volet « prévoyance » de la loi par opposition à la modestie de la percée en matière de retraite, près de cinq ans après la publication des décrets d'application. Les souscriptions représentent respectivement 17 % et 54 % de la « population cible ». Le chiffre d'affaires des contrats « Madelin » souscrits auprès des sociétés d'assurance au titre de la retraite ont représenté 2,9 milliards en 1998. La cotisation moyenne versée à la souscription était de 19 000 francs en 1998 ; ce qui constitue environ 10 % seulement de l'enveloppe fiscale accordée et cinq fois moins que les versements libres sur les contrats d'assurance-vie.

221

Tableau n°1
Pourcentage des TNS détenteurs d'un contrat « Madelin »

	1994	1995	1996	1997	1998
Retraite	6 %	9 %	11 %	13 %	17 %
Prévoyance	25 %	36 %	46 %	49 %	54 %
Population TNS*	1.319.865	1.320.947	1.314.287	1.335.409	1.336.000

* population assurée en France métropolitaine (hors retraités par le régime des professions indépendantes et les médecins du secteur 1 et non conventionnés)

Source : FFSA

Pour expliquer la lenteur de la montée en charge, malgré les avantages existants, plusieurs facteurs peuvent être mis en avant, qui ont presque toujours une portée plus générale puisqu'ils concernent un « vrai produit retraite ».

Le premier d'entre eux tient aux modalités et au rythme de versement des cotisations : celles-ci sont périodiques et contractuellement obligatoires. La deuxième catégorie de difficultés a trait à la sortie exclusive et sans anticipation possible en rente viagère. Même en cas de décès, toute sortie en capital est interdite, alors que cette exception aurait pu être autorisée sans risque de « sélection adverse ». Le troisième type de problèmes est lié à la fiscalité : compte tenu des prélèvements sociaux sur la rente, le dispositif « Madelin » n'est pleinement profitable que pour ceux qui s'attendent à voir leur niveau d'imposition baisser sensiblement une fois qu'ils seront à la retraite. Quatrième grief avancé : l'offre de produit s'est souvent révélée défailante - la grande majorité des contrats a été une simple duplication de produits anciens. En outre, rares sont les contrats qui revalorisent la rente de la même manière que l'épargne. Or, avec une rente identique au départ, la différence de montants entre les rentes suivant les rythmes de revalorisation devient rapidement importante.

L'épargne-retraite individuelle

Deux types de produits doivent retenir l'attention dans l'optique de l'épargne-retraite individuelle : l'assurance-vie (y compris les PEP), et les plans d'épargne en actions (PEA).

222

L'assurance-vie

Au cours des dix dernières années, le chiffre d'affaires de l'assurance-vie et capitalisation a été multiplié par plus de 4, progressant à un rythme annuel de 17 %, de sorte que l'assurance-vie a représenté jusqu'à 70 % des flux d'épargne financière des ménages (1996) ; parallèlement, le stock de capitaux gérés s'est accru de 228 milliards à près de 2 200 milliards, montant qui représente environ 17 % du patrimoine financier des ménages français (contre 3 % en 1974). En raison notamment des obligations légales, ces sommes ont été surtout investies en obligations, qui forment près de 70 % de l'actif financier de la branche - les trois quarts des emprunts d'Etat étant financés par l'assurance-vie. Selon l'Insee, plus du tiers des ménages détient désormais de l'assurance-vie et davantage encore si l'on inclut les contrats souscrits dans le cadre des entreprises (contrat de groupe). A n'en pas douter, l'assurance-vie est le premier produit d'épargne-retraite en France.

Ce développement a été favorisé par les PEP-assurances. Le Plan d'épargne populaire (PEP), bancaire et assurance confondus, lancé en 1990 et dédié en principe à l'épargne-retraite, était en 1998, comme en 1992, détenu par environ le tiers des ménages. A l'échéance (huit ou dix ans minimum), les souscripteurs peuvent bénéficier d'une sortie sous forme de rente, qui, à l'inverse de celle perçue en sortie d'un contrat

d'assurance-vie classique, sera totalement défiscalisée (hors contributions sociales de 10 %) et les nouvelles sommes versées le sont aussi. Le PEP a connu un essor avantageux puisque 610 milliards de francs y avaient été déposés en 1997.

Quatre catégories de motifs paraissent être à même de rendre compte du succès de l'assurance-vie.

Les premiers ont trait à la fonction de l'assurance-vie, qui a changé. Perdant sa vocation traditionnelle qui consistait à protéger ses proches des conséquences d'un décès prématuré ou d'une invalidité, elle sert de plus en plus à la constitution d'une épargne contractuelle longue, notamment en vue de la retraite¹⁰. Cette évolution paraît liée à l'apparition de besoins nouveaux, dont certains ont été mis en avant pour expliquer plus généralement le comportement d'épargne (financière) des ménages au cours de ces dernières années : des besoins de sécurité croissants face à la montée des aléas de la vie. Chez les personnes âgées, les motifs successoraux ont joué un rôle spécifique.

La seconde catégorie de motifs est liée à l'amélioration de l'offre, à la fois en termes de souplesse au niveau des versements et des retraits, d'options à la sortie, de durée des contrats, de gamme de produits et de gestion des actifs. Cet ensemble d'innovations fait de l'assurance-vie un produit financier qui satisfait désormais à une pluralité d'objectifs : rendement élevé et peu risqué, épargne de long terme, retraite, transmission libre, en évitant en ce cas des taux d'imposition élevés.

Le troisième facteur, en période de désinflation, a été, à n'en pas douter, l'élévation des taux d'intérêt réels dans le contexte d'un marché assez concurrentiel. Toutefois, leur baisse au cours de ces dernières années a entraîné une certaine diminution de la rémunération des contrats, il est vrai interrompue par le très faible rythme de hausse des prix au cours de ces deux dernières années.

En dernier lieu, les produits d'épargne du type PEP ou assimilés, les placements d'épargne-retraite avec sortie en capital et certaines assurances « décès vie entière » bénéficient d'avantages relatifs importants sur le plan fiscal (Arrondel et Masson, 1996a), et ceci, même si au cours de ces dernières années, certains avantages fiscaux de l'assurance-vie ont diminué. En raison de l'abattement, seuls les gros contrats sont toutefois concernés par la taxation de 7,5 % introduite en 1998 sur les revenus à la sortie, dont demeurent exemptés les contrats conclus dans le cadre d'un PEP et ceux investis en unité de compte composée d'au moins 50 % d'actions (« DSK »). Comparativement, les avantages fiscaux, tant sur les plus-values que, surtout, lors de la transmission, demeurent donc déterminants¹¹.

Au total, et alors que les taux d'intérêt ont atteint un plancher, l'assurance-vie en cas de vie demeurera compétitive puisqu'elle présente

le double avantage de satisfaire de multiples fonctions, incluant en particulier la transmission libre défiscalisée, tout en faisant l'objet de contrats souples et révisables à terme. Elle pourrait même constituer durablement un obstacle à l'introduction de nouvelles formules d'épargne-retraite.

Les plans d'épargne en actions (PEA)

Lancé en 1992, le PEA permet à toute personne d'opérer des versements sans minimum ni durée imposée (mais dans la limite de 600 000 francs par personne, le double pour un couple) afin d'investir dans des Sicav et des fonds communs de placement (FCP), sous réserve que la part d'actions détenues soit de 60 % pour les Sicav et de 75 % pour les FCP. Depuis le 1^{er} janvier 1995, le PEA peut s'investir dans des actions non cotées. La sortie peut s'effectuer par liquidation du capital mais aussi en rente. Les Sicav et fonds commun de placement PEA pourraient en réalité se ranger en autant de familles qu'il existe de possibilités de diversification pour ces OPVCM. L'avantage fiscal est très attractif : il n'y a pas d'avantage à l'entrée, mais toutes les plus-values échappent à l'impôt, sous réserve de demeurer immobilisées pendant 5 ans. En cas de sortie en rente viagère, il y a exonération de l'impôt sur le revenu, à condition d'avoir respecté un délai de blocage de huit ans.

224

Depuis son lancement, le PEA a enregistré des évolutions contrastées, logiquement liées aux variations de la rentabilité du marché des actions. Après les turbulences de l'année 1995, un retournement s'est opéré à partir de 1996 et fin septembre 1998, l'encours des PEA s'élevait à 306 milliards. Deux facteurs ont contribué à ce succès : la fiscalité avantageuse des PEA, alors que les règles ont été durcies pour l'assurance-vie, les mécanismes d'abonnements, qui lissent les performances, et les rendements eux-mêmes. En second lieu, les PEA, qui connaissent une grande diversité de supports, ont connu des taux moyens de rendement annuels nominaux souvent supérieurs à 30 % entre 1995 et 1997.

Le PEA n'est cependant une solution pour l'épargne-retraite qu'à condition de pouvoir disposer d'un portefeuille important et diversifié afin de réduire les risques. C'est dire qu'il ne peut intéresser qu'une frange relativement privilégiée de la population.

De l'épargne salariale à l'épargne-retraite

Rappelons que l'épargne salariale s'appuie sur différents dispositifs juridiques : la participation qui résulte de deux ordonnances de 1959 et 1967, l'intéressement (ordonnance de 1959 et 1986) et des encouragements à l'épargne grâce aux Plans d'épargne entreprise (PEE - ordon-

nance de 1986 qui offre un cadre unifié aux deux systèmes préexistants). L'encours des fonds communs de placements d'entreprises (FCPE), où sont investies les sommes collectées par les PEE, a atteint 238 milliards au 30 juin 1998, soit une part limitée (2 %) mais croissante du patrimoine financier des ménages. Si les flux annuels restent modestes comparés à ceux d'autres produits comme l'assurance-vie, qui draine annuellement plus de 450 milliards par an, l'évolution de l'encours est néanmoins dynamique : 50 milliards entre juin 1997 et juin 1998.

Le glissement de l'épargne salariale vers l'épargne-retraite s'opère en France de deux manières (Charpentier, 1997). D'une part, on voit des entreprises reconvertir des régimes supplémentaires défaillants en épargne salariale. D'autre part, le PEE est de plus en plus considéré comme un bon vecteur pour se constituer une épargne longue. Dans cette optique, puisque 45 % des salariés laissent les sommes immobilisées dans leur PEE plus de cinq ans - un pourcentage en augmentation régulière - ont vu le jour des plans d'épargne-entreprise à long terme (PEELT), appelés aussi PEE retraite, pratiqués par les entreprises désirent encourager leurs salariés à effectuer des placements de longue durée. Dans la plupart des grands groupes qui les ont mis en place, les placements de longue durée sont encouragés par l'octroi d'un abondement plus important et des formules innovantes d'allocation d'actifs y ont été instaurées. Mais les fonds ne sont pas nécessairement immobilisés jusqu'à la retraite et les PEELT permettent une sortie en capital.

225

Plusieurs arguments sont mis en avant pour utiliser l'épargne salariale comme vecteur d'épargne-retraite

En premier lieu, peu de salariés du secteur privé disposent d'un régime de retraite supplémentaire d'entreprise, alors qu'ils sont nombreux - un gros tiers - à bénéficier de mécanismes de participation financière, qui sont alors considérés comme un mécanisme de revenu différé. En outre, cette épargne s'appuie sur le paritarisme et la négociation collective (Lorenzi, 1998). Qui plus est, l'épargne salariale semble susciter un fort degré de satisfaction auprès des salariés (COB, 1997).

A ces raisons s'ajoutent les qualités propres à ce type d'épargne, en particulier en ce qui concerne les PEE : la souplesse des versements et une gestion innovante des produits (Picard, 1997). Comme l'explique un rapport de la COB, « Il suffirait au demeurant de peu de choses pour transformer un PEE en fonds de pension : que l'échéance ne soit plus fixée en nombre d'années (cinq ou huit) mais à la date de départ à la retraite » (COB, 1997). Au surplus, si l'abondement des entreprises est encadré fiscalement¹², il fait figure de motivation majeure pour les salariés. Grâce à cet abondement et aux performances des FCPE ces

dernières années, le rendement des sommes investies par les salariés est incomparablement attractif. Les avantages fiscaux - exonération des revenus et plus-values à la sortie - paraissent également déterminants.

C'est, en troisième lieu, parfois l'idée que les mutations contemporaines du rapport salarial, impliquant une part croissante des revenus sous forme de complément de salaire - comme en atteste les récents débats sur les *stock options* - qui vient soutenir l'importance de l'épargne salariale à l'avenir et, par là, sa faculté à être un vecteur de l'épargne-retraite (Lorenzi, 1998).

Les obstacles à l'épargne salariale comme épargne-retraite

Pourtant, de nombreux obstacles s'opposent encore aujourd'hui au développement de l'épargne salariale comme support de l'épargne-retraite.

En premier lieu, bien que le principe d'indépendance des négociations salariales et des négociations sur l'intéressement soit inscrit dans la loi, de même que celui de non substitution entre salaire et épargne salariale, les instruments de participation financière sont partie intégrante des politiques salariales des entreprises dans un contexte de décentralisation des négociations salariales depuis plus de quinze ans. Si la participation ou l'intéressement revêt, dans certaines grandes firmes industrielles, un caractère presque routinier - là où prévalent des compléments salariaux sous forme de salaire d'efficience -, c'est loin d'être le cas général et pour des raisons consubstantielles à ce type d'instrument, notamment celles qui concernent leur rôle d'incitation dans le cadre des politiques salariales. A court terme, l'intéressement a un effet positif sur les salaires. Ce résultat tend à montrer que l'intéressement est source de productivité (Cahuc et Dormont, 1992). Mais, à moyen terme, le surplus de rémunération serait décroissant avec l'ancienneté du dispositif et pèserait sur les salaires de base, en particulier dans les établissements de moins de 200 salariés (Coutrot, 1994 ; Mabillet, 1998). Enfin, la sensibilité de ces formes de rémunération à la conjoncture est forte, comme en attestent les motifs de non renouvellement des accords.

En deuxième lieu, si la participation financière a connu une forte progression en valeur ces dernières années (en partie grâce aux plus-values réalisées par les FCPE), il n'en reste pas moins que, malgré l'abaissement en 1994 du seuil d'assujettissement pour la participation, les effectifs concernés stagnent à long terme, de même que les sommes affectées (moins de 4 % de la masse salariale), alors que subsistent de très fortes disparités entre entreprises et secteurs d'activité, et quant au montant des primes versées.

En troisième lieu, on estime¹³ que les dispositifs d'épargne salariale représentent près de 20 % des 200 milliards des éléments de rémunéra-

tion qui, selon le rapport Chadelat (1997), échappent à l'assiette des cotisations.

Le problème du contrôle et de la formalisation des règles de gestion est, en quatrième lieu, posé, notamment dans une perspective visant à faire des salariés des acteurs de leur épargne et de son usage. Quelques progrès ont déjà été réalisés, le 3 février 1998, grâce à la nouvelle instruction de la Commission des opérations de Bourse, que les sociétés de gestion sont contraintes de mettre en œuvre dans un délai de dix-huit mois. Mais ces dispositions paraissent insuffisantes, notamment en ce qui concerne la formation des salariés et le mandat de gestion définissant les grandes orientations stratégiques et les règles déontologiques et prudentielles.

En dernier lieu, la « portabilité » des droits des PEE, qui seuls nous intéressent ici dans l'optique de l'épargne-retraite, souffre de plusieurs carences : un salarié, s'il quitte une entreprise, peut, soit retirer les sommes versées sur le PEE et les plus-values, soit rester adhérent du PEE. Mais en cas de sortie du dispositif, il ne pourra retirer les sommes versées sur le PEE que dans la limite de 25 % du salaire brut annuel. S'il reste adhérent au PEE, il ne pourra plus qu'y apporter des versements volontaires non exonérés.

Le développement de l'épargne salariale, dans la perspective de l'épargne-retraite, se heurterait à un dernier problème : celui de la concurrence d'autres produits multifonctions, souvent plus souples et révisables à terme, telle l'assurance-vie.

Au total, s'il est possible d'apporter une évaluation qualitative des divers produits et dispositifs, il demeure très difficile à l'heure actuelle de fournir des données quantitatives précises sur l'épargne-retraite en France. Plus précisément, on ne dispose que de données concernant les cotisations aux régimes assurantiels et à certains régimes de pension catégoriels¹⁴. Mais pour des raisons à la fois statistiques et partiellement inhérentes à la nature des dispositifs concernés, on sait peu de choses des sommes consacrées à l'assurance-vie qui concourent effectivement à procurer un revenu au cours de la retraite - alors qu'il s'agit là de toute évidence du premier support d'épargne-retraite dans la France contemporaine - pas plus qu'on ne dispose d'informations détaillées sur la part de l'épargne salariale, qui, via les PEE(LT), est effectivement formée dans le but d'obtenir un revenu après la cessation d'activité.

Si des données globales sont publiées par l'INSEE sur les revenus du patrimoine des ménages retraités, l'information détaillée rendue publique du côté des prestations ou des revenus obtenus est lacunaire (INSEE, 1999), sans même évoquer les revenus procurés par la vente des actifs professionnels par les indépendants. Cela n'est pas sans poser problème, eu égard notamment à l'importance des avantages fiscaux consentis.

UNE RÉFORME DE L'ÉPARGNE-RETRAITE EN FRANCE ? ÉVALUATION DES ARGUMENTS EN PRÉSENCE

Quatre types d'arguments ont été mis en avant pour défendre le projet d'une réforme de l'épargne-retraite aujourd'hui en France :

1 - il faudrait compenser l'impact de la dégradation du taux de rendement des régimes publics et, plus généralement, les conséquences des réformes, passées ou à venir, des systèmes publics par répartition ;

2 - la capitalisation serait économiquement plus avantageuse que la répartition, à la fois pour faire face aux chocs démographiques et du point de vue de la croissance économique et du rendement des placements ;

3 - il serait indispensable d'allonger la maturité des placements des ménages et, ce faisant, de favoriser le financement des entreprises et de contribuer à la stabilité de leur actionnariat ;

4 - il s'agirait de permettre aux salariés, grâce à la gestion (déléguée) de fonds d'épargne-retraite, de peser sur la dynamique du capitalisme.

Certains arguments visent donc l'objectif d'un revenu après la cessation d'activité en tant que tel, d'autres mêlent cet objectif à celui des conditions de financement de l'économie ou, plus globalement, au problème de la dynamique de croissance à long terme. Ce sont ces quatre types d'arguments que nous allons passer en revue, afin d'évaluer la nécessité, l'ampleur, et les finalités d'une réforme de l'épargne en France.

228

L'épargne-retraite comme mécanisme compensateur de l'impact des réformes des régimes publics par répartition ?

La baisse des rendements et des taux de remplacement offerts par les régimes publics de retraite, auxquels conduisent les réformes intervenues en 1993 pour le régime général, en 1994 et 1996 pour les régimes complémentaires, est l'un des arguments les plus immédiats mis en avant pour souligner la nécessité d'un supplément d'épargne-retraite pour les ménages au cours des décennies à venir. Pour mettre en perspective cette importante question, il convient, dans un premier temps, de souligner le poids important d'ores et déjà acquis par les revenus du patrimoine dans les revenus des ménages, tout en soulignant les effets de génération assez sensibles en ce domaine. Trois grandes tendances caractérisant l'évolution du patrimoine des ménages au cours des années 1990 nous intéressent ici (INSEE, 1998).

En premier lieu, le patrimoine des ménages s'est diversifié, notamment en raison des modifications de la structure du patrimoine des plus âgés. En deuxième lieu, les revenus du patrimoine représentent désormais une part croissante, soit un quart en moyenne, mais inégale, du revenu des retraités. C'est d'ailleurs grâce à ces revenus du patrimoine

que les ménages de retraités atteignent un revenu par unité de consommations similaire à celui des ménages d'actifs. En troisième lieu, l'éventail des disparités patrimoniales s'accroît en fonction du statut face à l'emploi et entre les cohortes nées avant ou après 1950. Des travaux concordants ont déjà montré que les vingt dernières années ont été marquées par des écarts de salaires et de revenus croissants entre les ménages jeunes et les ménages de plus de cinquante ans, soit en réalité, du point de vue longitudinal, par un partage inégal d'une croissance ralentie entre cohortes, avec un fort clivage entre les générations nées après 1950 et celles qui les ont précédées¹⁵. C'est, logiquement, un même clivage que l'on retrouve en matière d'inégalité patrimoniale, ce qui n'est pas sans importance sur l'anticipation qui peut être faite du revenu des futurs retraités. Jusqu'aux cohortes 1945-1950, chaque génération disposait, à âge égal, d'un niveau de patrimoine supérieur à celui des générations précédentes. Entre 1986 et 1998, le patrimoine médian des salariés de plus de 50 ans a fortement progressé en francs constants. En revanche, la situation relative des ménages de moins de 40 ans s'est dégradée : leur patrimoine médian vaut un quart du patrimoine médian des salariés tous âges confondus, contre 50 % douze ans plus tôt. Cette baisse relative traduit en réalité une dégradation du niveau absolu : le patrimoine des ménages dont la personne de référence a moins de 35 ans a diminué de plus de 30 % depuis 1986 - même si l'interprétation optimiste conduit à retenir un retard (d'environ trois ans) de calendrier dans le processus d'accumulation (INSEE, 1998). Or, ce sont ces cohortes, nées après 1950, qui auront à supporter le plein effet des réformes des régimes publics.

229

L'évaluation de l'impact des réformes du régime général en 1993 et des régimes complémentaires en 1994 et 1996 sur le taux de remplacement et le taux de rendement des régimes publics, et donc, par différence, l'effort d'épargne potentiel à fournir pour les ménages, posent trois types de difficultés : le choix du profil de carrière si l'on retient la méthode des cas-types, les hypothèses quant à la croissance future des salaires réels, et les hypothèses en matière de politique d'indexation dans les régimes complémentaires à l'avenir¹⁶.

Suivant les hypothèses retenues en matière de croissance des salaires réels et de carrières salariales, les études disponibles¹⁷ mettent en évidence une baisse de 8 à 12 points du taux de remplacement global bruts à la liquidation pour les salariés non cadres liquidant leur pension après 2015, comparés aux cohortes qui ont pris leur retraite au milieu des années 1990. En ne retenant, dans tous les cas, que des carrières complètes, ces simulations ne permettent pas de rendre compte de l'impact de l'allongement de la durée d'assurance pour obtenir une retraite à taux plein, ni surtout des conséquences majeures, à terme, sur

les durées d'assurance validées du mouvement contemporain d'accroissement de la dispersion et de la discontinuité des carrières salariales¹⁸.

Les résultats sont nettement plus contrastés en ce qui concerne les cadres. Si l'on retient un scénario dans lequel les régimes complémentaires revaloriseront à l'avenir la valeur du point comme les salaires moins 1 %, alors les cadres supérieurs devraient connaître une baisse du taux de remplacement net quasiment nulle à long terme - la baisse de rendement des régimes étant compensée par la hausse en cours des taux de cotisation, notamment à l'AGIRC. Mais une politique moins favorable en matière d'indexation dans les régimes complémentaires (indexation du point dans la limite des prix) conduirait à une baisse du niveau relatif des retraites des cadres du même ordre que pour les ouvriers, et plus encore pour les cadres supérieurs à carrière ascendante, dans les années 2020 par rapport aux conditions offertes aux retraités des années 1990 - un scénario que privilégie pour sa part le rapport Charpin¹⁹.

Quelles conclusions en tirer en matière d'épargne-retraite²⁰ ? Les salariés les plus modestes qui feront liquider leur droit en 2015, et dont la retraite est principalement composée des pensions du régime général, devraient avoir à épargner dès aujourd'hui de 4 à 7 % - suivant les hypothèses faites en matière de rendement des sommes épargnées - de leur revenus salariaux bruts pour compenser la baisse des taux de remplacement (Boutitie, 1996 ; Gires, 1997) ; l'effort d'épargne requis pour les membres des cohortes suivantes, rentrés sur le marché du travail après 1975, étant plus important encore. Les cadres pourraient être cependant tout autant sollicités si l'AGIRC devait conduire durablement une politique d'indexation également restrictive.

Pour situer cet ordre de grandeur, rappelons que le taux d'épargne financière des ménages a été en moyenne de l'ordre de 6 à 7 % du revenu disponible brut des ménages dans les années 1990. Les montants à épargner apparaissent donc particulièrement élevés. La stratégie de développement de l'épargne-retraite des ménages à titre « compensatoire » se heurte à la redoutable difficulté - pour ne pas dire à l'aporie - qui consiste à réclamer de manière prioritaire un effort d'épargne supplémentaire à ceux qui disposent des plus faibles capacités d'épargne (et qui ne sont pas tous imposables), parmi les cohortes qui ont déjà eu à subir la crise de l'emploi au cours de leur activité, et dont les évolutions en matière de progression de revenu et d'ascension sociale se sont sensiblement détériorées par rapport à celles dont ont bénéficié leurs aînés. On le voit, les réformes mises en œuvre conduisent d'ores et déjà à programmer la substitution partielle de la capitalisation à la répartition - ce dont la croissance du taux d'épargne financière est peut-être l'un des symptômes - dans des conditions qui ne sont guère équitables. Reste à considérer cette situation du point de vue de son efficacité.

Les arguments économiques en faveur de la capitalisation

Du point de vue économique, trois types d'arguments ont été avancés pour faire apparaître la capitalisation comme la solution aux problèmes de retraite (Blanchet et Villeneuve, 1997) :

- elle serait plus résistante aux « chocs » démographiques ;
- elle permettrait un surcroît d'épargne et donc de croissance économique, facilitant ainsi le financement des retraites ;
- elle garantirait des taux de rendement plus élevés.

Il est aujourd'hui acquis que le premier argument est tout bonnement erroné²¹. En définitive, le financement des retraites est toujours un prélèvement sur le PIB de la période courante, que ce soit sur les revenus du travail (répartition) ou sur les revenus du capital (capitalisation) ; de sorte qu'en cas d'accroissement du nombre de retraités, la part du PIB consacrée aux retraites augmente nécessairement, sauf dévalorisation des droits à pension.

C'est bien pourquoi le second argument mis en avant a suscité autant de controverses : les systèmes par capitalisation permettraient d'accroître l'épargne et, dans cette optique, la croissance, de sorte que si le revenu des retraités est certes toujours prélevé sur le PIB, le montant de celui-ci serait plus élevé grâce à l'introduction de la capitalisation. Disons simplement ici, que l'introduction d'un système par capitalisation n'est avantageuse que :

- dans une économie « sous-capitalisée » (parce qu'elle manque d'épargne), où le capital physique est le moteur exclusif de la croissance²² ,
- où elle se traduit effectivement par un surplus d'épargne²³,
- qui génère à son tour un supplément d'investissement et de croissance.

Si tant est qu'elles puissent jamais toutes l'être, aucune de ces conditions n'apparaît remplie dans le cas de la France contemporaine, partie prenante de l'Union économique et monétaire.

Reste donc l'argument portant sur les taux de rendement. On sait que le taux de rendement d'un système par capitalisation correspond à la rémunération des actifs sur les marchés financiers, alors qu'en régime stationnaire la rentabilité des systèmes par répartition dépend du taux de croissance de la masse salariale. On sait qu'au cours des vingt dernières années, une période il est vrai particulièrement favorable pour les revenus du capital, le rendement annuel moyen des actions a été comparativement très avantageux. Or si les taux de rendement réels implicites servis par les systèmes publics par répartition sont de l'ordre de 4 % pour les cohortes qui partent actuellement à la retraite en France, ils pourraient être sensiblement inférieurs pour les retraités qui feront liquider leurs pensions dans le courant du prochain siècle, en raison à la fois du ralentissement de la masse salariale et de l'impact des réformes.

On en déduit que les systèmes par capitalisation sont et seront plus avantageux²⁴.

Certes, il y a loin du rendement nominal, le plus souvent mis en avant, au rendement réel net après impôt et frais de gestion déduits. En outre, la volatilité du rendement est - l'histoire l'a montré - élevée (INSEE 1995 et 1998), même si elle se réduit avec la durée de détention des actifs (Artus et Legros, 1999, chap.4). En revanche, rien ne garantit que ces placements resteront *ad vitam eternam* aussi avantageux - plusieurs raisons incitent même à penser le contraire²⁵. Enfin, le rendement des actifs financiers ne peut être durablement supérieur à celui de l'économie qu'au prix d'une déformation croissante de la répartition des revenus. Mais puisque les rendements des systèmes par répartition et par capitalisation sont peu liés entre eux²⁶, une gestion prudente du couple « risque-rendement » pourrait consister à diversifier le « portefeuille retraite » et donc à introduire, en complément des systèmes par répartition, un supplément en capitalisation²⁷.

Il reste que s'il s'agit de mettre en œuvre une substitution, même partielle, de la capitalisation à la répartition, alors apparaît le problème de la double charge pendant la période de transition : d'une manière ou d'une autre, les actifs doivent payer deux fois, pour les retraites de leurs aînés et pour leur propre épargne-retraite²⁸ - ce qui aurait nécessairement un impact sur le taux de rendement attendu. En tout état de cause, cette recherche du rendement financier par l'investissement dans des actifs à risques ne reste pas sans conséquences, comme en atteste la dynamique contemporaine du capitalisme, en France notamment.

Financement de l'économie et émergence d'une économie de marché financier

Les comportements d'épargne des Français sont marqués par deux caractéristiques (Artus, 1997b) :

- une forte aversion pour le risque, dont l'indice est donné par le fait que très peu d'actifs risqués sont détenus directement par les ménages,
- une sensibilité plus grande au taux d'intérêt, qui s'ajoute aux effets traditionnels de la fiscalité, et à ceux, plus récents, « d'offre ».

Cette dernière évolution affecte peu les grandes caractéristiques du modèle français, auquel on pourrait rattacher l'Allemagne et le Japon, où, par opposition au modèle anglo-saxon, les ménages partagent essentiellement leur richesse entre liquidités (bancaires) et assurance-vie ; l'assurance-vie détenant surtout des obligations (ou des actifs de taux).

C'est dans ce contexte que viennent s'inscrire de ce point de vue les projets de développement de l'épargne-retraite en France. Il s'agirait de pérenniser le redressement de l'épargne longue des ménages, de même que le développement de l'épargne stable et des placements en actions,

autant de facteurs qui doivent permettre aux entreprises de se financer aux meilleures conditions.

Ces arguments traditionnels ont trouvé une singulière caisse de résonance au cours de ces toutes dernières années puisque, désormais, l'épargne-retraite est au cœur de la dynamique contemporaine du capitalisme et, notamment, de l'extension accélérée dans notre pays du modèle anglo-saxon de la « valeur actionnariale ». Le poids grandissant des fonds de pensions²⁹, leurs stratégies d'internationalisation croissante³⁰, le taux de pénétration du capital étranger dans le capital des sociétés françaises³¹, et les conséquences du passage brutal d'une « économie de cœur financier », avec des participations croisées, à une « économie de marché financier » dans notre pays, ont plusieurs conséquences négatives. Les grandes entreprises françaises sont désormais soumises à des exigences de rentabilité financière qui s'accroissent sous l'impact des normes de gestion anglo-saxonnes, et qui ont au surplus pour résultat une instabilité actionnariale nouvelle, source d'un handicap concurrentiel (Morin, 1998). Il se déduit de ces différents éléments d'analyse qu'il est devenu indispensable de relancer l'épargne longue et stable et les placements en actions grâce à une réforme de la fiscalité de l'épargne, qui garantirait une certaine homogénéité pour chaque grande catégorie d'épargne (liquide, contractuelle de moyen terme, et de long terme), et, surtout au développement, sous des formes qui restent à discuter, de l'épargne-retraite. Le développement de l'épargne-retraite aurait ici pour objectif de permettre de consolider et de stabiliser les structures actionnariales des firmes françaises.

233

Cette argumentation, souvent avancée pour justifier le développement de l'épargne-retraite, mérite un examen critique. Il est en effet loin d'être évident que la France souffre aujourd'hui d'un déficit en épargne longue et encore moins probable que ce soit le cas dans les années à venir (Artus, 1997b). Quant à la modification de la structure de l'épargne en faveur du placement en actions, elle vise à résoudre des problèmes spécifiques, que l'introduction, sous une forme ou une autre, d'une capitalisation additionnelle n'est pas en soi nécessairement à même de résoudre.

La situation de la France contemporaine est caractérisée par un excédent « massif » d'épargne longue, du moins si l'on comprend dans l'épargne longue les actions ou OPCVM actions et obligations, l'assurance-vie, et les placements sous forme de livrets et comptes à taux réglementés qui, s'ils sont parfois liquides (livret A par exemple), présentent une stabilité suffisante pour pouvoir être investis à moyen ou long terme³². « Dans son ensemble, l'économie française est donc contrainte de réaliser de la « détransformation », c'est-à-dire qu'elle doit utiliser de plus en plus d'épargne longue, en raison de l'allongement de la maturité

de l'épargne, pour financer des emplois à court terme « (Artus, 1997b, p.26).

Or les perspectives d'avenir laissent présager une amplification de cet excès d'épargne longue. Du côté de l'offre, deux facteurs devraient, en effet, jouer un rôle majeur : le maintien d'une structure « normale » des taux d'intérêt et, surtout, le vieillissement démographique. Du côté des besoins de financement, la stabilisation du taux d'endettement public et le retour déjà engagé, dans le cadre de l'UEM, à des déficits à un niveau plus faible devraient limiter à l'avenir l'appel de l'Etat à l'épargne des ménages. Du côté des entreprises, la croissance ininterrompue de l'auto-financement depuis le début des années 1980, leur politique de désendettement continue, ne devraient pas conduire à accroître massivement l'appel à l'épargne, même en cas de reprise durable de l'investissement. La seule solution consistera, pour les intermédiaires financiers, à poursuivre leur politique de diversification internationale de leurs portefeuilles, avec les risques que les événements récents sont venus rappeler.

Si aucune politique volontariste d'incitation globale à l'épargne n'apparaît, dans ces conditions, nécessaire, il reste à examiner la pertinence des arguments portant sur la réorientation de l'épargne vers les marchés d'actions, en raison d'un manque de « profondeur » du marché français et du poids croissant des investisseurs étrangers dans la capitalisation boursière de la place de Paris.

La modification de la structure de l'épargne des ménages au profit des placements en actions, déjà amorcée depuis quelques années, se heurte cependant au problème de la faiblesse des émissions nettes d'actions³³. Si l'argument sur la nécessité de conserver en France les « centres de décisions » est important, on ne voit pas en quoi l'éventuelle substitution de capitaux français aux capitaux étrangers changerait quoi que ce soit à la logique de la « valeur actionnariale ». Seule une modification du contenu des critères de performances assignés aux fonds d'épargne-retraite et/ou la présence forte des salariés-actionnaires serait à même de rendre l'actionnariat plus stable. Mais cela reviendrait à inscrire le développement de l'épargne-retraite dans le cadre d'un projet plus global.

L'épargne-retraite : enjeu de la dynamique du capitalisme patrimonial pour les salariés

Le développement de l'épargne-retraite dans les pays anglo-saxons depuis quelques années est au cœur d'un nouveau régime de croissance, où les effets de richesse qu'entraîne la hausse de la valeur des actifs financiers, par anticipation du niveau de profit, jouent un rôle majeur (Aglietta, 1998 a et b). Les investisseurs institutionnels gestionnaires de l'épargne-retraite imposent aux entreprises une contrainte se « définis-

sant comme la pression des revenus futurs sous forme de prestations à retraite sur les salaires actuels ». Les normes de rentabilité imposées aux entreprises se traduisent par l'antagonisme entre les coûts salariaux et la gestion de l'emploi d'une part, le rendement des fonds propres et des cours boursiers, de l'autre. Ce mouvement s'accompagne d'une flexibilisation accrue des salaires, avec notamment des formules plus répandues de partage du profit. Ce faisant, « la socialisation de la propriété du capital implique que le conflit pour l'accumulation de l'argent, qui oppose théoriquement salariés et détenteurs du pouvoir de l'argent oppose les salariés entre eux » (Aglietta 1998b, p.155).

Dans ce contexte, la question des règles de gestion des fonds et les modes de contrôle de la rentabilité du capital sont devenus pour les salariés des enjeux majeurs. Il s'agirait pour les salariés d'être associés à la gestion des fonds d'épargne-retraite, afin d'obtenir « une meilleure prise sur le processus social de direction du capital ». Il leur deviendrait alors possible d'orienter la nature, l'horizon et les critères de rentabilité des investissements (Blackburn, 1999), ce qui leur permettrait de contrôler les finalités et l'usage de leur épargne-retraite. Cette évolution permettrait, parallèlement, aux entreprises, grâce à une plus grande stabilité actionnariale, de regagner des marges de manœuvre afin de négocier avec leurs salariés des conditions de travail et de rémunération, incluant la garantie d'indexation des salaires réels sur la productivité.

235

Cette analyse conduit à deux types de recommandations : la création de fonds de pension à la gestion desquels les salariés seraient associés - sous des formes à préciser - et la formulation de nouveaux critères de gestion des sommes épargnées soumis à trois types d'objectifs : non seulement le rendement financier, mais également la sécurité et l'efficacité collective. L'idée est d'introduire de nouveaux paramètres dans l'évaluation des performances des entreprises³⁴, et d'allonger les délais de versement des dividendes. Il s'agirait donc de mettre en place une organisation du système de gestion de l'épargne-retraite à laquelle les salariés participeraient et qui serait plus efficace collectivement que celle résultant des choix spontanés des investisseurs institutionnels en concurrence.

On peut être à bon droit sceptique devant la formulation de ces nouveaux critères d'évaluation des performances dans un contexte concurrentiel. Le pari est que des fonds investis en fonction de critères financiers pondérés par des critères sociaux d'efficacité collective pourraient être plus rentables à long terme. Cela pose avec acuité la question du contenu des choix collectifs à effectuer. Cette stratégie, dont le projet mériterait une évaluation critique plus approfondie, laisse en tous cas bien des questions sans réponse. Il en va notamment ainsi du risque d'accroissement des inégalités, parce que beaucoup de personnes

seraient exclues de la couverture et parce qu'aucun système par capitalisation ne s'est jamais développé sans avantages fiscaux.

QUELLE STRATÉGIE POUR L'ÉPARGNE-RETRAITE EN FRANCE ?

Une réforme de l'épargne-retraite ne peut être conçue sans que soient au préalable clarifiés les enjeux. Du seul point de vue de l'efficacité économique, une substitution de la capitalisation à la répartition n'est pas souhaitable, ce qu'a rappelé plus haut une brève synthèse du débat capitalisation-répartition et ce dont témoigne l'existence d'un excédent durable d'épargne longue. À côté de la consolidation des régimes par répartition, afin de maintenir un haut niveau des retraites publiques (Sterdyniak et alii, 1999), l'enjeu est donc celui de la structure et des modalités de gestion de l'épargne des ménages, dont une part croissante a pour finalité d'apporter un complément de revenu après la retraite. Face à la dynamique contemporaine du capitalisme, au moins trois types de problèmes ont pu être identifiés : celui des inégalités intra et intergénérationnelles quant aux opportunités et à la capacité d'épargne en vue de la retraite, celui de la réallocation d'une partie de l'épargne, en liaison avec le problème de la structure actionnariale des entreprises françaises, et celui du contrôle de l'usage de leur épargne par les salariés-épargnants.

236

De ce point de vue, le *statu quo* est intenable. Actuellement, le premier véhicule de l'épargne-retraite est constitué par des produits qui relèvent de l'épargne individuelle des ménages. Le succès de ces produits - l'assurance-vie au premier chef - s'explique par un ensemble de facteurs, qui devraient leur conserver une forte capacité concurrentielle à l'avenir (voir *supra*). Comme toute forme de capitalisation individuelle, ces produits ne peuvent pas être un instrument adéquat pour la retraite du plus grand nombre. Ils sont en outre coûteux fiscalement, anti-redistributifs, et ne répondent guère aux enjeux précédemment mentionnés.

Les régimes professionnels d'épargne-retraite, qu'il s'agisse des mécanismes assurantiels du type articles 39 et 83 ou des fonds de pensions catégoriels, n'occupent qu'une place limitée quoique non négligeable pour une partie de la population. Ces régimes continuent à souffrir de nombreuses carences (financement, « portabilité » des droits, degré de couverture, etc.) et leur potentiel de développement a été réduit par les majorations des taux de cotisations intervenus dans les régimes complémentaires ces dernières années. Ils n'ont vocation qu'à couvrir la frange la mieux insérée du salariat (des actifs).

L'épargne salariale, assez dynamique depuis dix ans, apparaît *a priori* comme une passerelle possible vers l'épargne-retraite. Mais, outre le fait

que bien des problèmes sociaux et techniques resteraient à résoudre, il paraît sur le fond problématique de faire reposer massivement l'épargne-retraite sur des dispositifs qui, en l'état, sont dépendants des politiques salariales des entreprises et se montrent aussi sensibles à la conjoncture, là où leur rôle incitatif est réel.

On le constate, les voies d'une réforme sont étroites, d'autant que, quelle que soit la solution retenue, il faudrait que soient parallèlement remis à plat la fiscalité de l'épargne financière (en particulier certains privilèges dont continue à jouir l'assurance-vie), et que soient supprimées les exonérations de cotisations sociales dont bénéficient les dispositifs relevant de l'article 83. Dans le cas contraire en effet, une réforme de l'épargne longue serait non seulement contestable, mais surtout promise à l'échec.

Au regard des finalités d'une réforme, telles que nous les avons identifiées, deux solutions paraissent envisageables. La première passerait par une réforme en profondeur de l'épargne salariale. Il s'agirait, non seulement d'étendre les mécanismes existants, mais aussi d'ouvrir les supports de l'épargne salariale à l'épargne salariée longue, pour offrir directement au plus grand nombre une gamme de produits allant de l'épargne à moyen terme aux PELT - ce qui pose le problème de formules minimales d'adhésion offertes à tous et celui de la portabilité des droits. Pour inciter les salariés à opter pour ces dispositifs « d'épargne longue salariée » des avantages fiscaux significatifs (ou des crédits d'impôts) devraient être accordés à l'entrée, accompagnés, comme c'est déjà la cas pour les PEE, de formules d'abondement négociées pour l'employeur. Par leurs représentants, les salariés devraient être associés à la gestion de cette épargne grâce à la mise en concurrence des FCPE et à la définition de mandats à la fois précis et enrichis. Ces FCPE offriraient systématiquement une gamme étendue de produits, comprenant, pour les produits les plus longs, un panachage de formules sortie en rente/sortie en capital et devraient être chargés de jouer un rôle significatif d'intermédiation pour les actifs à risques sur la base de critères sélectifs d'efficacité collective à long terme.

Parallèlement, le fonds de réserve, conçu dans une optique de lissage de la « bosse démographique », pourrait jouer un rôle positif en matière d'équité intergénérationnelle, notamment auprès des salariés à faible capacité d'épargne des cohortes nées après 1950, pour peu qu'une partie de ses actifs soit liquidés, à terme, au profit d'un Fonds de solidarité vieillesse, dont les missions actuelles (Ullmo et Bonacossa, 1999) devraient être sensiblement élargies dans l'optique d'une mutualisation accrue des « aléas de carrière » et d'une diversification des activités sociales ouvrant droit à la retraite. Cela pose toutefois une série de questions concernant, d'une part, la nature, le rythme et l'ampleur des

dotations affectées à ce fonds de réserve, et, d'autre part, la gestion et les modalités de liquidation des actifs ainsi accumulés, où se joue la nature même du projet.

NOTES

1. Pour une introduction, voir, Adda (1995), Echevin (1999).
2. De sorte que les comportements d'épargne dépendent non seulement de l'espérance, mais aussi de la variance du revenu anticipé.
3. Qui sont cependant rarement introduits en tant que tels dans les modélisations, en raison notamment des difficultés à évaluer l'équivalent patrimonial des droits à la retraite. Voir, par exemple, Bonnet et Dubois (1995).
4. Par opposition à l'épargne de transaction et de précaution, telles qu'elles sont précisément définies par Keynes.
5. Sans pour autant que l'on puisse prétendre à l'exhaustivité. D'autres mécanismes qui concourent - hors régimes publics - à procurer un revenu aux retraités (telles les indemnités de fin de carrière, où les *stocks options*) ne peuvent être compris dans l'épargne-retraite.
6. Les cotisations patronales de retraite et de prévoyance sont exclues de l'assiette des cotisations de Sécurité sociale dans la limite d'un montant égal à 85 % du plafond de la Sécurité sociale. Les cotisations salariales aux régimes de retraite et de prévoyance auxquels le salarié doit s'affilier en application d'accords collectifs sont exclues de l'assiette de l'impôt dans la limite d'un montant égal à 1 % de huit fois le plafond de la Sécurité sociale.
7. Voir *Agefi*, 16/12 /1998.
- 8 Le Conseil national de la comptabilité a récemment rendu un avis qui incite fortement les entreprises à provisionner leurs engagements sociaux. Le droit d'option devrait être supprimé ; le choix de la méthode et le provisionnement lui-même sont rendus irréversibles.
9. Cet accord de branche, premier du genre à prévoir une telle formule à cette échelle, a perdu de son lustre depuis que les plus grandes compagnies ont confirmé leur intention de constituer leurs propres régimes et de s'exonérer ainsi de la contribution au fonds professionnel.
10. Les contrats d'assurance-vie en cas de décès ne présentent plus que 6 % des cotisations des assurances des personnes (contre 29 % au début des années 1980), soit 31 MdF en 1997, alors que les cotisations relatives aux contrats de vie se sont élevées à 445 MdF la même année, dont 24 MdF pour les contrats collectifs (source : FFSA).
11. Pestiau (1996) montre qu'au regard des principes, issus de la théorie fiscale, de neutralité intertemporelle et de neutralité transversale, les avantages fiscaux dévolus à l'assurance-vie en cas de vie n'apparaissent guère justifiés. Tout au plus peut-on mettre en avant la faculté de certains produits d'assurance-vie à remplir des fonctions spécifiques bénéfiques concernant la protection contre des risques multiples, prévisible ou non, à long terme, pour légitimer un traitement fiscal particulier (Arrondel et Masson, 1996a).
12. S'agissant du PEE, aucune cotisation n'est prélevée sur la part salariée, ni sur les versements de l'employeur dans la limite de 15 000 F(22 500 s'il s'agit d'acquisitions d'actions de la société). En revanche, les versements volontaires ne bénéficient d'aucune exonération.
13. AGIRC (1997) : Informations sur les éléments de rémunération exonérés de cotisations sociales, 23-97/ASTEC, Service actuariat et statistique, Commission technique, 26 mars.
14. En 1998, les sociétés d'assurance ont collecté 24 MdF au titre des contrats de retraite professionnelle, y compris les contrats d'indemnités de fin de carrière - contre 12,2 MdF en 1991. Les provisions mathématiques s'élevaient à 216 MdF, soit 6 % du total des provisions pour l'assurance-vie, (source : FFSA). La PREFON gérait 20 MdF d'encours en 1997, la CREF disposait de 11 MdF d'actifs, la COREVA, le FONPEL, de quelques MdF.
15. Cf. par exemple Chauvel, 1998.
16. En supposant dans tous les cas que la politique d'indexation des salaires de référence et des retraites sur les prix perdurera pour le régime général et les régimes alignés.
17. Voir notamment Gleize et Plessis (1997), Sterdyniak et alii (1999).
18. Voir à ce sujet l'étude prospective de Lagarenne et alii (1999).

19. Rappelons que le taux de remplacement à la liquidation est un indicateur statique et très imparfait. Il ignore en particulier l'impact de la désindexation sur les retraites liquidées.
20. Des conclusions nécessairement contingentes aux hypothèses et aux limites inhérentes à ce type d'exercice prospectif.
21. Voir, par exemple, Artus et Legros (1999), OCDE (1998), ou, dans le cas américain, Shieber et Schoven (1994).
22. Dans les modèles de croissance endogène avec externalité sur le capital humain, l'accroissement de la répartition est en revanche favorable à la croissance, voir, par exemple, Artus (1993).
23. L'hypothèse selon laquelle il existerait un lien positif entre l'accroissement de la part de la capitalisation et le taux d'épargne agrégé dans l'économie n'est pas vérifiée dans les principaux pays de l'OCDE (Bailliu et Reisen, 1998).
24. Sur les problèmes posés par la comparaison entre les taux de rendement des actifs financiers et les taux de rendement implicites servis par les systèmes par répartition, voir Lechevalier, 1999, p.113-114.
25. Notamment en raison du mouvement contemporain d'accroissement de l'offre de capital et de l'impact, à terme, des évolutions démographiques sur les marchés financiers.
26. Voir Winckler (1988).
27. Ce à quoi revient la création récente d'un « fonds de réserve » au sein des régimes publics.
28. Certains modèles développés montrent qu'une substitution de la capitalisation à la répartition peut être Pareto-éfficace dans une situation où le taux d'intérêt est en permanence supérieur au taux de croissance de la masse salariale. Il suffit pour cela de retenir une offre de travail endogène et de supposer que les effets décensitatifs du prélèvement destiné à financer le régime par répartition sur l'offre de travail sont tels, que toute baisse du taux de prélèvement génère un gain d'efficience suffisamment important pour financer l'indemnisation de la génération de retraités sans pénaliser la génération d'actifs. Ce résultat n'est cependant valable que sous des hypothèses très restrictives quant à la forme du prélèvement ou des pensions (forfaitaires) versées et quant aux différences intragénérationnelles de productivité. En revanche, il ne peut y avoir de transition Pareto-optimale dès lors que le prélèvement est effectué sous forme de cotisations proportionnelles et qu'il existe un lien entre les cotisations versées et les prestations à recevoir, ce qui est le cas en France. Pour un panorama complet sur cette question, voir Frengé, 1998.
29. Dont les actifs, représentent l'équivalent du PIB aux Pays-Bas ou au Royaume-Uni, deux tiers du PIB américain, avec une part cependant très variable d'investissement en actions (de 10 à 50 % des actifs). Sur les comportements financiers des fonds de pensions, voir El Mekkaoui (1997).
30. Toutefois, en 1995, les fonds de pension n'investissaient qu'une part limitée de leurs portefeuilles en titres étrangers : 27 % dans le cas des fonds de pension néerlandais et britanniques, mais 12 % seulement aux Etats-Unis.
31. Il faut noter que la France est le seul pays à offrir un degré d'ouverture aussi grand aux investisseurs étrangers. Voir Morin (1998).
32. Pour l'année 1996, P. Artus chiffre à 463 MdF le besoin total de financement à moyen et long terme, alors que l'épargne longue nouvelle a représenté 879 MdF (747 MdF, si l'on exclut l'épargne liquide à taux réglementé).
33. Selon la COB, les augmentations de capital par appel à l'épargne publique se sont élevées à une quarantaine de milliards par an entre 1995 et 1997.
34. Tels que l'investissement en formation et en recherche-développement, la nature des politiques sociales menées, ou encore des critères environnementaux.

BIBLIOGRAPHIE

- ADDA J. (1995), « Allocation intertemporelle de la consommation, développements récents », *Economie et Prévision*, n°121.
- AGLIETTA M. (1998a), *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, novembre.
- AGLIETTA M. (1998b) : « Nouveau régime de croissance et progrès social », *Esprit*, n°247.
- ALLARD P. (1991) : « Le comportement d'épargne des ménages », *Revue française d'économie*, n°2.
- ARRONDEL L. et MASSON A., (1996a), « Assurance-vie française : la fiscalité en question », *Risques*, n°27, juillet-septembre.

- ARRONDEL L. et MASSON A., (1996b), « Gestion du risque et comportements patrimoniaux », *Economie et Statistique*, n°296-297.
- ARTUS P. (1993), « Bien-être, croissance et système de retraite », *Annales d'économie et de statistique*, n°31.
- ARTUS P. (1997a), « L'épargne : évolution, flux, comportements » *Revue d'économie financière*, n°42.
- ARTUS P. (1997b), « Epargne longue : un excédent durable », *Banque*, décembre.
- ARTUS P. et LEGROS F., (1999), *Le choix du système de retraite*, Paris, Economica.
- BAILLIU J. et REISEN H. (1998), « Do Funded Pensions Contribute to Higher Aggregate Saving? A Cross Country Analysis », *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol 134, n°4.
- BLACKBURN R., (1999), « Grey Capitalism and Pension Reform », *New Left Review*, n°232.
- BLANCHET D. et B. VILLENEUVE, (1997), « Que reste-t-il du débat répartition-capitalisation ? », *Revue d'économie financière*, mars.
- BONNET X. et DUBOIS E. (1995), « Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990 ? », *Economie et prévision*, n°121.
- CADILOU L. (1995), « Le mystère de la consommation perdue », *Observations et diagnostics économiques*, n°58.
- CAHU P. et DORMONT B. (1992), « Les effets d'incitation de l'intéressement : la productivité plutôt que l'emploi », *Economie et statistique*, n°257, septembre.
- CHAUVEL L. (1998), *Le destin des générations*, Paris, Puf.
- CHADELAT, J. F. (1997), « Réforme des cotisations patronales », *Rapport de l'IGAS*.
- CHARPENTIER F. (1997), *Retraites et fonds de pension. L'état de la question en France et à l'étranger*, Paris, Economica, 3^{ème} édition.
- COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE, (1997), « Etudes sur l'épargne salariale », in *Bulletin mensuel* n°315, juillet-août.
- COURTROT T. (1994), « L'intéressement : vers une nouvelle convention salariale ? », *Travail et emploi*, n°53.
- ECHÉVIN D. (1999), « Nouvelles approches des comportements d'épargne et de consommation », *Economie et statistique*, n°324-325.
- EL MEKKAOUI N. (1997), « Comportements financiers des fonds de pension dans les pays de l'OCDE », *Economie Internationale*, n°76.
- FENGE R., (1998) : *Effizienz der Alterssicherung*, Berlin, Physica-Verlag.
- GLEIZES M. et PLESSIS C. (1997), « Quelles retraites pour les salariés du secteur privé d'ici 2015 ? », *Retraite et société*, n°20.
- INSEE, (1998) et (1999), *Revenus et patrimoine des ménages*, INSEE-Synthèses, n°19 et n°28.
- LECHEVALIER A. (1999), « La réforme des retraites publiques en Allemagne », *Observations et diagnostics économiques*, n°68, janvier.
- LORENZI J. H. (1998), « Consolider la retraite en respectant un nouvel équilibre : rendement-efficacité économique-mutualisation des risques-équité sociale », in *Retraites et épargne*, Conseil d'analyse économique, Paris, La documentation française.
- MABILE S. (1998), « Intéressement et salaires : complémentarité ou substitution », *Economie et statistique*, n°316-317.
- MORIN F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris, Les éditions de Bercy.
- OCDE, (1998), *Maintaining Prosperity in a Aging Society*, Paris, OCDE.
- PESTIAU P. (1996) : « Fiscalité de l'épargne et assurance vie », *Risques*, n°27, juillet-septembre.
- PICARD F. (1997), « L'épargne salariale : un vecteur de l'épargne-retraite », *Banque*, n°587, décembre, p.37-41.
- SCHIEBER S. J. et SHOVEN J. B., (1994), « The Consequences of Population Aging on Private Pensions Fund Saving and Asset Markets », *NBER Working Paper*, n°4465, mars.
- STERDYNIAK H. DUPONT G. et DANTEC A., (1999), « Les retraites en France : que faire ? », *Observations et diagnostics économiques*, n°68, janvier.
- UILMO Y. et BONACOSSA J., (1999), *Rapport sur le Fonds de solidarité vieillesse*, Cours des comptes.
- WINCKLER G. (1988), « Sozialversicherung und Portfolio-entscheidung », in Hozmann R. (éd.) *Ökonomische Analyse der Sozialversicherung* Manzsche Verlag, Vienne.