



CONSEIL D'ORIENTATION
DES RETRAITES

Les colloques
du COR

Le financement du système de retraite français

12 décembre 2016
Maison de la Chimie

Synthèse du colloque

Le financement du système de retraite français

Synthèse

Colloque annuel
du Conseil d'orientation des retraites

12 décembre 2016
Maison de la Chimie – Paris

Cette synthèse a été préparée par le secrétariat général du COR, sous la direction de M. Pierre-Louis Bras, président du COR. Elle n'engage pas les intervenants du colloque.

Le secrétariat général du COR tient à remercier, pour leur soutien dans l'organisation du colloque, la **DSAF** – Corine Guilpain et Eric Parrain pour la conception graphique – ainsi **France stratégie** – notamment Marie-Christine Gorju pour la gestion des participants et Thierry Marro pour les photos.

À propos du Conseil d'orientation des retraites

Créé en mai 2000, le Conseil d'orientation des retraites (COR) est une instance indépendante et pluraliste d'expertise et de concertation, associant notamment les partenaires sociaux, chargée d'analyser et de suivre les perspectives à moyen et long terme du système de retraite français.

Sur l'ensemble des questions de retraite (équilibre financier, montant des pensions, redistribution, etc.), le COR élabore les éléments d'un diagnostic partagé.

Le COR formule ses analyses et ses recommandations dans des rapports remis au Premier ministre, communiqués au Parlement et rendus publics.

113, rue de Grenelle – 75007 Paris

www.cor-retraites.fr



CONSEIL D'ORIENTATION
DES RETRAITES

membre du réseau



Le financement du système de retraite français

14h00 Ouverture des travaux

Pierre-Louis Bras, président du Conseil d'orientation des retraites

14h20 La structure des ressources du système de retraite français

La diversité des ressources et les liens financiers entre régimes de retraite

Franck von Lennep, directeur de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (DREES)

Les enjeux économiques du financement des retraites

Gérard Cornilleau, conseiller scientifique à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), membre du Haut conseil au financement de la protection sociale

Les évolutions des modes de financement et des efforts contributifs en matière de retraite

Anthony Marino, chargé de mission au secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites

Débat avec la salle

15h40 Pause

16h00 La gestion des réserves et des dettes du système de retraite français

Le pilotage des réserves dans les régimes complémentaires en répartition

Jean-Jacques Marette, directeur général honoraire de l'AGIRC et de l'ARRCO, membre du Conseil d'orientation des retraites

Le pilotage d'un régime en capitalisation, l'exemple du Régime additionnel de la fonction publique

Philippe Desfossés, directeur de l'Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP)

Les évolutions du Fonds de réserve pour les retraites

Anne Lavigne, responsable des études au secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites

La gestion de la dette issue du système de retraite : le rôle de la CADES

Patrice Ract Madoux, président de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES)

Débat avec la salle

17h45 Synthèse et conclusion

Pierre-Louis Bras, président du Conseil d'orientation des retraites

18h00 Fin du colloque

Ouverture des travaux

Pierre-Louis BRAS **Président du COR**

En 2015, plus de 300 milliards d'euros, soit environ 14 % du PIB ou encore 31,5 % des revenus d'activité, ont été consacrés au financement des retraites en France. Celui-ci se caractérise à la fois par l'importance des masses financières en jeu et par la diversité de ses modalités, qui reflète en partie l'architecture du système de retraite français.

En contrepartie, les retraités bénéficient de prestations à partir d'un certain âge et d'un certain niveau de contribution.

Trois questions se posent : l'effort financier est-il à un niveau satisfaisant ? Quels sont ses effets sur l'économie, par exemple sur le coût de la main d'œuvre ou la capacité à investir ? Enfin, ces contributions sont-elles équitablement réparties, par exemple entre générations ?

La première partie du colloque sera l'occasion d'analyser la diversité des ressources et les liens financiers entre les régimes de retraite, en particulier au regard des enjeux économiques et des choix de politique publique qui ont conduit à une évolution sensible des modes de financement.

La deuxième partie du colloque s'intéressera aux modes de gestion des réserves et des dettes. Les intervenants préciseront les modalités de pilotage des réserves dans les régimes complémentaires en répartition et la façon dont la CADES gère la dette sociale, dont une partie provient du système de retraite. Des éclairages particuliers seront également apportés sur les évolutions du Fonds de réserve pour les retraites et le pilotage des actifs du Régime additionnel de la fonction publique, qui a la particularité d'être financé en capitalisation.



1^{ère} partie :

La structure des ressources du système de retraite français

La diversité des ressources et les liens financiers entre régimes de retraite

Franck von LENNEP
Directeur de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques
(DREES)

La logique générale du système de retraite est fondée sur la solidarité, tant du côté des prestations que des recettes. Son financement peut s'analyser sous trois angles.

Sous l'angle de l'assiette de prélèvements, les trois quarts des ressources des régimes proviennent des cotisations, mais les disparités entre régimes sont considérables. Ainsi, le régime de la fonction publique est exclusivement fondé sur les cotisations, alors que celui des exploitants agricoles repose avant tout sur des ressources diversifiées.

Sous l'angle du circuit de financement, les transferts peuvent être internes au système (entre les régimes de retraite – pour un jeu à somme nulle sur l'ensemble du système) ou en provenance de tiers (surtout l'Etat via des subventions ou des transferts de recettes fiscales).

Enfin, l'angle des finalités propres à chacun des régimes : prise en charge de cotisations ou de prestations spécifiques dans certains régimes (par exemple en matière de dispositifs de solidarité), solidarité démographique entre les régimes de base (les transferts de compensation démographique), ou dotation d'équilibre voire remboursement de la dette par l'Etat. Ces finalités sont très différentes et ont chacune leur histoire propre : la solidarité démographique existe ainsi



depuis longtemps, alors que d'autres sont beaucoup plus récentes ou sont encore en cours de mise en œuvre.

Les dispositifs de solidarité - qui peuvent être financés tant par les régimes que par l'État (via le FSV) ou des organismes extérieurs comme l'UNEDIC - peuvent consister en des prises en charge de pension (les minimas : minimum de pension ou minimum vieillesse), en des droits familiaux (validation de durées de cotisation, majoration de pensions) mais également en des validations de droits pour des périodes de chômage ou de maladie. Au total, 20 % des prestations de droit direct relèvent de la solidarité. Il faut noter que les cotisations qui doivent financer ces droits reposent souvent sur une base forfaitaire en cours de carrière et ne financent pas, à l'euro près, les suppléments de pension que les assurés recevront pendant leur retraite.

Au premier chef des transferts internes entre les régimes de base de retraite figurent les transferts de compensation démographique. Dans un système par répartition comptant encore 25 régimes de base, il est naturel que les régimes ayant une démographie dynamique contribuent auprès de ceux pour qui ce n'est pas le cas. S'ajoutent à la compensation démographique, par exemple, les transferts liés à l'adossement des IEG, des transferts de cotisations entre le régime général et les régimes spéciaux, ou encore les versements du FSV qui assure le financement de certains éléments de solidarité.

Les mécanismes de solidarité financière ne s'arrêtent pas aux seuls régimes de base ni même à la seule sphère retraite. La CNAF prend ainsi en charge les cotisations retraite des personnes bénéficiant de l'AVPF ou encore les majorations de pensions pour enfants à charge. L'UNEDIC assure des transferts pour prise en charge de cotisation des chômeurs. L'État verse également des subventions provenant du budget général à certains régimes spéciaux, dont le plus important est celui de la SNCF.

Parmi les circuits de financement figurent enfin les réserves des régimes complémentaires et le financement par la CADES, qui a pour mission d'amortir la dette accumulée par la sécurité sociale.

Les cotisations vieillesse représentent près de 80 % du financement du risque vieillesse-survie : cette part est beaucoup plus importante que pour les autres risques de la protection sociale où elle est plutôt de 50 %. Ces cotisations se répartissent à peu près également entre l'ensemble des régimes de base et complémentaires. Les



autres financements représentent 14 % et proviennent d'impôts et taxes affectés, comme la CSG. Le reste est assuré par des contributions publiques, notamment des subventions d'équilibre.

En Europe, les prestations vieillesse restent largement financées par les cotisations sociales : de manière générale, il n'existe pas de modèle-type, même si les structures de financement tendent globalement à se rapprocher en Europe, avec toutefois de fortes disparités à l'échelle de chacun des risques.

Les enjeux économiques du financement des retraites

Gérard CORNILLEAU
Conseiller scientifique à l'OFCE,
Membre du Haut conseil au financement de la protection sociale

La retraite est pour l'essentiel une prestation contributive devant logiquement être financée par un prélèvement sur les actifs, qui sont les futurs retraités.

Trois problèmes se posent :

- qui paye ? Est-il logique de partager les cotisations entre employeur et salariés ?
- pourquoi ? Est-ce simplement le fruit de l'histoire ou existe-t-il une logique sous-jacente ?
- et enfin, quels sont les effets macroéconomiques de ce financement ? Une cotisation sociale peut être payée in fine par trois acteurs :
 - les salariés (via la cotisation salariale et la cotisation employeur si elle se répercute sur le niveau de rémunération) ;
 - les actionnaires (si la cotisation employeur se répercute sur les profits) ;
 - et les consommateurs (si la cotisation employeur se répercute sur les prix des produits).

La théorie économique veut que le partage final de la charge dépende des rapports entre les élasticités d'offre et de demande sur tous les marchés : celui qui paye est celui qui a le moins de facilités pour échapper à la cotisation ou l'impôt.



La situation est plus compliquée en pratique : il faut examiner chaque situation de marché pour déterminer qui est le payeur final.

A très long terme, le bouclage macroéconomique contraint le partage entre salaire et profits : le coût salarial total (salaire net et cotisations) doit être compatible avec la productivité du travail. Si le coût du travail est trop élevé et la part des profits est insuffisante, les investissements baissent et le chômage augmente, ce qui ramène le niveau du coût du travail à sa valeur d'équilibre. Inversement si le niveau des salaires est trop faible, un excès d'offre se produit et la pression sur les prix ramène le niveau des salaires réels au niveau compatible avec celui de la productivité.

L'incidence réelle des prélèvements à court terme est aisée à modéliser. Si l'emploi est très sensible au coût du travail et l'offre de travail peu sensible, les salariés paieront in fine une part des cotisations employeurs. Si en revanche le marché de l'entreprise est peu sensible aux prix, une part de la cotisation employeur sera payée in fine par les consommateurs. Si enfin l'entreprise est très exposée à la concurrence internationale et si les salaires sont très rigides, les prélèvements pèseront sur les profits.

Selon la théorie économique standard, les salariés veulent maximiser leur salaire réel net, alors que les entreprises s'intéressent au coût total du travail. Plus l'écart entre le coût du travail et le revenu net des salariés, appelé « coin social », est élevé, plus le niveau de l'emploi est faible. On peut également parler de « coin fiscal-social » pour désigner l'écart entre coût du travail et revenu réel des salariés une fois déduits tous les prélèvements : cotisations, impôts directs, TVA, etc. Selon cette analyse, le partage des cotisations entre salariés et employeur a un effet, car les salariés ne perçoivent pas le caractère de salaire différé des prélèvements.

Selon la théorie économique orthodoxe, les salariés ne sont pas « myopes » et la négociation salariale porte sur le total des revenus, y compris les revenus futurs. Il n'y a plus alors de différence liée au coin fiscal-social. La théorie économique orthodoxe ne conduit donc pas à différencier les cotisations suivant leur provenance.

Dans le long terme et au niveau macro-économique, une modification du niveau des prélèvements peut entraîner une modification du partage capital-travail via une modification des salaires nets et/ou une modification du niveau des profits et donc du niveau des prix et de la



compétitivité : l'élasticité globale du rapport entre coût du travail et le niveau d'emploi est d'environ -0,3 : +1 % de variation du coût du travail entraîne une variation de l'emploi de -0,3 %. La fourchette va de 0,7 au voisinage du SMIC à 0 au-delà de deux SMIC.

Pour les actionnaires, les profits varient, à court terme, en sens inverse du coût du travail. Il en résulte une amélioration ou une détérioration de la rentabilité et du niveau des investissements. A plus long terme, l'ajustement des prix ramène les marges à leur niveau d'équilibre, mais un effet d'hystérèse peut se produire : il est difficile de revenir en arrière si l'entreprise a raté une vague d'investissement. L'expérience montre que les entreprises parviennent à répercuter la presque-totalité d'une hausse des prélèvements dans les prix des produits, mais l'effet est lent et progressif. Cet ajustement sera d'autant plus lent que l'entreprise sera directement ou indirectement (via les échanges interindustriels) exposées à la concurrence internationale. De fait, aucun secteur n'est préservé de la concurrence internationale.

Pour conclure, l'équivalence des cotisations sociales employeurs et salariés à très long terme milite pour le basculement sur les cotisations des seuls salariés – avec en contrepartie un niveau de salaire brut bien supérieur. À court terme, les nécessités de la régulation macro-économique n'ont rien à voir avec celles du financement à long terme, ce qui milite en faveur d'un instrument de type CICE, ajustable et qui ne brouille pas la vision de long terme du financement de la protection sociale.

Les évolutions des modes de financement et des efforts contributifs en matière de retraite

Anthony MARINO,
Chargé de mission au secrétariat général du COR

Le financement du système de retraite français a trois enjeux :

- budgétaire, pour assurer l'équilibre financier et la soutenabilité ;
- social, pour maintenir l'adhésion des assurés au système par répartition ;
- économique, comme l'a expliqué Gérard Cornilleau.



Le financement du système de retraite français repose historiquement quasi exclusivement sur les cotisations. Toutefois, une multitude de ressources autres est apparue plus récemment – comme l’a montré Franck Von Lennep.

Le modèle de financement a connu de grandes évolutions depuis trente ans : allègement de charges pour abaisser le coût du travail et soutenir l’emploi, création du FSV, financement par la CSG, ou encore diminution des niches sociales.

Une comparaison des recettes par catégorie depuis 1987 montre que l’ensemble des prélèvements et transferts a augmenté. Les cotisations restent très majoritaires tout au long de la période. Mais les autres sources de financement ont augmenté plus rapidement, notamment les impôts et taxes affectés. Les cotisations sont passées de 9,5 % du PIB en 1994 à un peu plus de 11 % aujourd’hui sous les effets combinés et opposés des allègements de cotisations et des hausses de taux de cotisation.

Parallèlement, la part de l’Etat dans le financement des retraites a significativement évolué dans le temps. Elle a tendu à diminuer après la création en 1993 du FSV, essentiellement financé par des impôts et taxes affectés. Elle a en revanche augmenté de 2000 à 2006 pour compenser les pertes de recettes de cotisations sociales liées aux allègements de charge sur les bas salaires.

La mobilisation d’assiettes autres que le travail, notamment la consommation, n’a cessé de croître depuis une trentaine d’années. La part financée par les retraités eux-mêmes progresse également depuis 1994, date de la mise en place de la CSG. Cependant la participation de la CSG au financement des retraites a tendance à diminuer.

Depuis 2006, la part des impôts et taxes affectés dédiés au financement des retraites a quadruplé via notamment le forfait social (réduisant le caractère favorable de la fiscalité de l’intéressement et de la participation), des produits sur les revenus du capital, des transferts de TVA et des taxes sur la consommation (alcools, tabac).

Des tiers concourent également au financement des retraites, essentiellement la branche famille et l’UNEDIC. La part de ces transferts a connu une augmentation significative sur la période récente, avec notamment la montée en puissance de l’AVPF financée par la branche famille et des prises en charge des périodes de chômage à l’AGIRC/ARRCO par l’UNEDIC. Elle est désormais de 0,6 % du PIB.



Pour conclure, la place de l'Etat dans le financement des retraites a beaucoup évolué, et le recours accru à la fiscalité est une tendance lourde. Ces taxes peuvent être assises sur les personnes morales, la consommation ou le capital. Au final, les retraités financeront de plus en plus leur propre retraite, que ce soit en consommant ou au travers des revenus du capital.

Débat avec la salle

De la salle

Quelle(s) ligne(s) de partage entre solidarité professionnelle et nationale ? Cette distinction peut apparaître comme un peu artificielle ?

Franck von LENNEP

La distinction entre solidarités professionnelle et nationale se fait effectivement largement ex post. L'idée est que les éléments de solidarité propres à un régime doivent être payés par le régime lui-même, alors que la solidarité nationale assure plutôt un socle de droits communs à tous.

De la salle

Et une fusion des cotisations patronales et salariales. Quels seraient ses effets ? Comment serait-elle accueillie ?

Gérard CORNILLEAU

Fusionner les cotisations employeurs et salariés n'est pas une mesure soutenue au plan politique ; cela permettrait simplement de corriger une erreur de représentation. Une autre opération blanche consisterait à augmenter à la fois les cotisations retraite et les retraites, pour amener le niveau des prélèvements sur les retraites à la même hauteur que celui pesant sur les salariés.

Franck von LENNEP

Sur le plan juridique, il y a une différence entre cotisations employeurs et salariés ; si un allègement des cotisations patronales pesant sur les bas salaires est possible, ce n'est pas le cas pour un allègement des cotisations salariales pesant sur les bas salaires.

De la salle

Une étude a-t-elle porté sur une transformation de notre régime de retraite par annuités comme l'est le régime



général en régime par points comme le sont les régimes complémentaires ?

Pierre-Louis BRAS

Je vous renvoie au rapport du COR de 2010 sur le sujet, mais les mêmes questions se posent pour équilibrer le système de retraite par répartition quelle que soit la technique de calcul utilisée. Les avis varient sur les avantages de l'une et l'autre de ces techniques.

De la salle

La consommation intervient de plus en plus dans le financement des retraites. Pensez-vous que cette tendance se renforcera ?

Gérard CORNILLEAU

Vous proposez en réalité la TVA sociale. Or les consommateurs sont aussi des salariés et, quand la TVA augmente, ils tendent à demander des augmentations de salaire. Le gain de compétitivité est donc transitoire. Ensuite, la TVA sociale, si elle est mise en place, devrait plutôt financer des prestations non contributives et certainement pas des prestations contributives.

De la salle

La comptabilisation des cotisations de la fonction publique de l'État n'induit-elle pas un biais dans la comparaison avec les autres pays d'Europe ?

Franck von LENNEP

Le COR a travaillé sur la comparabilité des taux de cotisation entre régimes, pour ramener ces derniers à des périmètres comparables en termes d'assiette et de dépenses. Il en ressort que l'écart réel de taux est bien moindre que les écarts apparents. Cela ne remet pas en cause les comparaisons européennes.

De la salle

Le recul de l'âge de départ à la retraite entraîne aussi une hausse des arrêts de travail, en particulier pour les travailleurs manuels. Le gain est-il réel ?

Pierre-Louis BRAS

Le dossier du COR d'octobre dernier a porté sur les effets de report vers d'autres dépenses sociales du recul de l'âge de départ à la retraite. Il en résulte qu'une économie de 100 au titre des retraites entraînerait un report de 15 vers l'invalidité et les minima sociaux ainsi qu'un report vers le chômage.



2^{ème} partie :

La gestion des réserves et des dettes du système de retraite français

Le pilotage des réserves dans les régimes complémentaires en répartition

Jean-Jacques MARETTE
Directeur général horaire de l'AGIRC et de l'ARRCO
Membre du COR

Un régime en répartition se définit en ce que les cotisations de l'année servent à financer les prestations de la même année. Un pilotage pluriannuel est néanmoins nécessaire pour lisser les évolutions d'ordre économique ou démographique.

En l'occurrence, les régimes complémentaires français, gérés par les partenaires sociaux, doivent respecter une obligation d'équilibre. Rien ne leur interdit techniquement d'emprunter, mais ils pourraient difficilement le faire en pratique. Ils n'ont pas non plus accès à la CADES.

Mon intervention se concentrera sur les régimes AGIRC-ARRCO. Le rapport de charge de l'AGIRC, c'est-à-dire le ratio entre prestations et cotisations, a fortement évolué depuis 1948. Ce ratio a ainsi fortement augmenté en 1993 et en 2007, sous le choc à chaque fois d'une crise économique. Sans les accords récemment conclus par les partenaires sociaux, le régime serait durablement resté en déficit. La tendance est largement la même pour l'ARRCO. Sans réserves, le pilotage aurait pu consister à augmenter les prestations en situation de bénéfice et à réduire les prestations en situation de déficit.



Au 31 décembre 2015, les réserves sont de 73 milliards d'euros. Ce montant comprend un fonds de roulement et une réserve de financement à proprement parler qui peut être ponctionnée pour faire face aux déficits. Entre 2007 et 2015, la valeur des actifs de cette réserve de financement est restée stable autour de 59 milliards d'euros malgré les décaissements pour faire face aux déficits, grâce à l'optimisation de cette réserve.

L'optimisation de la réserve de fonds de roulement s'est faite par la mensualisation des prestations (et non plus la trimestrialisation), divisant ainsi le fonds de roulement par trois, et grâce aux bonnes performances financières des placements sur la période.

Quel horizon pour le pilotage pluriannuel ? Il n'existe pas de réponse absolue pour l'ensemble des régimes. De 1951 à 1977, la valeur technique du point AGIRC a été calculée dans la perspective d'équilibre décennal du régime. Pour l'IRCANTEC, le ratio de pérennité doit s'examiner pour une durée de trente ans. Pour le RCI, le délai d'épuisement prévisionnel des réserves doit être au moins égal à l'espérance de vie de la génération atteignant l'âge légal de la retraite. Le régime de base allemand a un horizon de pilotage de quinze ans, le même que celui adopté pour l'AGIRC-ARRCO dans l'accord de 2015.

Doit-on avoir un minimum de réserves ? Le ratio de précaution est de 1,5 mois maximum dans le régime de base allemand. Il est de 18 mois pour l'IRCANTEC, qui détient dans les faits 30 mois de prestations. Il est de 6 mois dans l'accord AGIRC-ARRCO de 2015 ; pour ces régimes, il est actuellement de 9 mois. La réserve minimale doit en réalité tenir compte de la taille du régime et de la volatilité de son assiette : à titre d'exemple, le ratio de précaution est de quatre ans pour le régime de la SNCF.

Un régime en répartition suit un pilotage actif-passif, où le passif dépend de l'horizon du pilotage pluriannuel, du scénario macro-économique retenu et du calendrier des impacts des décisions politiques ou paritaires. Il en résulte une allocation stratégique de l'actif stratifiant les placements entre court terme d'une part et moyen-long terme d'autre part. L'allocation stratégique de l'AGIRC-ARRCO vient ainsi d'être arrêtée à 30 % d'actions et 70 % d'obligations. Cette allocation stratégique est au carrefour de trois objectifs : la rentabilité, la sécurité et l'utilité sociale.



Au final, ces réserves sont indispensables pour avoir un pilotage avec des marges de manœuvre permettant une gestion pluriannuelle du régime. Les règles d'utilisation de ces réserves doivent cependant être bien formalisées et tenir compte des caractéristiques des régimes.

Le pilotage d'un régime en capitalisation, l'exemple du Régime additionnel de la fonction publique

Philippe DESFOSSÉS

Directeur de l'Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP)

En France, la répartition assure le premier niveau de l'assurance retraite. Les régimes de base et complémentaires ne provisionnent pas les cotisations qu'ils reçoivent, mais peuvent constituer des réserves.

La capitalisation consiste à appeler des cotisations en contrepartie desquelles sont reconnus des droits, à promettre de verser une pension viagère à un âge donné et à inscrire une dette au passif de celui qui la délivre. Cette dette prend la forme d'une provision technique. Pour honorer ses promesses, le régime va investir dans des actifs dont la valeur doit permettre à tout moment de payer tous les droits déjà acquis par les cotisants et les retraités présents dans le régime.

On a longtemps défendu la supériorité des régimes en répartition car assis sur la démographie. Encore faut-il qu'elle soit durablement dynamique. Inversement, on a défendu la supériorité de la capitalisation au motif que le rendement du capital pourrait être longtemps supérieur à la croissance de l'économie, ce qui est contraire à la « règle d'or ». Il s'agit donc d'une fausse querelle : en réalité, un régime de retraite est toujours financé par des prélèvements sur ceux qui travaillent.

Le RAFP est un fonds de pension public original, obligatoire, en capitalisation, par points, institué au bénéfice des 4,5 millions de fonctionnaires des trois fonctions publiques. Il permet le versement d'une prestation additionnelle, en sus de la pension principale, prenant en compte les primes, indemnités, etc. plafonnées à 20 % du traitement indiciaire. La gouvernance de ce régime est paritaire. Ses trois grands principes sont l'équité intergénérationnelle, l'ambition de



préservé le pouvoir d'achat de la retraite additionnelle et une politique d'investissement socialement responsable.

Le RAFP fait l'objet d'une gestion par points. Les prestations servies dépendent du nombre de points acquis et de la valeur de service du point, qui est fixée chaque année par le conseil d'administration paritaire.

Le régime n'a encore que onze ans : il est au tout début de sa montée en charge. Son cash-flow net est donc très important. Par conséquent, l'ERAFP, l'établissement gérant le RAFP, est un investisseur important et de long terme : il devra investir 2 milliards d'euros par an en moyenne pendant les dix prochaines années. Son allocation prudentielle, fixée réglementairement, prévoit un minimum de 65 % d'obligations. Cette contrainte s'est récemment un peu desserrée compte tenu de l'horizon de très long terme du RAFP.

L'ERAFP gère son passif avec beaucoup de prudence et en investisseur responsable, tenant compte dans ses décisions d'investissement des critères sociaux, de la gouvernance des pays comme des entreprises et de l'environnement. Il investit tous ses actifs selon une charte qui lui est propre. Il a été le premier investisseur à calculer l'empreinte carbone de ses investissements. Au niveau international, il est signataire des *Principles for Responsible Investment* de l'ONU et membre du Groupe des Investisseurs Institutionnels sur le Changement Climatique (IIGCC).

Le RAFP s'est doté d'un mécanisme de pilotage auto-stabilisateur. Sa règle de base est que l'actif net doit toujours être supérieur aux engagements et aux provisions mathématiques et de gestion. Le conseil d'administration a fait le choix de mesurer sa capacité à revaloriser les prestations en prenant en compte la richesse latente du régime. Il a également décidé des conditions dans lesquelles une retarification – de la valeur du point – du régime est nécessaire. Un mécanisme de rattrapage est également prévu : si le régime n'a pu couvrir l'inflation une année donnée, il doit effectuer un rattrapage les années suivantes. Ce mécanisme s'est mis en œuvre pour la première fois en 2015.

Pour conclure, le RAFP est un fonds de pension public qui deviendra l'un des plus gros investisseurs de long terme en France, avec 100 milliards d'euros à pleine charge, et qui promeut l'investissement socialement responsable.



Les évolutions du Fonds de réserve pour les retraites

Anne LAVIGNE

Responsable des études au secrétariat général du COR

La création du Fonds de réserve pour les retraites (FRR), en 2001, s'inscrit dans un contexte marqué par un vif débat entre répartition et capitalisation et par la controverse autour des constats contradictoires sur les perspectives financières des retraites en France des rapports Charpin et Teulade en 1999 et 2000.

Le FRR était conçu comme un fonds de lissage, destiné à accumuler des réserves pour un montant de 1000 milliards de francs jusqu'à l'horizon 2020, avant de les dés-accumuler jusqu'à extinction en 2040. Il s'agissait de lisser la bosse démographique du *baby-boom*, comme l'ont également fait en Europe les Pays-Bas, l'Espagne, le Portugal et la Belgique.

D'autres modèles de fonds de réserve existent en comparaison internationale :

des fonds de précaution ou de trésorerie qui visent à compenser les aléas conjoncturels sur les soldes financiers des régimes ;

des fonds permanents qui visent à former un complément à la répartition pure, comme c'est le cas en Norvège où un fonds gère la rente pétrolière.

À sa création, l'abondement du fonds reposait sur quelques ressources pérennes, essentiellement des fractions de prélèvements sociaux, et des ressources non pérennes (discrétionnaires ou aléatoires) quantitativement plus importantes : tout ou partie des excédents du FSV et de la CNAV ou encore le produits de cession d'actifs comme les ventes des licences d'UMTS. Le FRR a connu une montée en charge rapide de ses abondements jusqu'en 2003, avant de connaître une inflexion à partir de 2004 par un tarissement des ressources non pérennes.

Les placements étaient essentiellement monétaires jusqu'en 2003, date à laquelle ont été mises en place des règles d'allocation stratégique fixant l'horizon de placement, la nature du passif et diverses contraintes prudentielles. Ce modèle a connu une inflexion en 2006 : l'allocation stratégique a augmenté la part des actions dans le portefeuille du FRR, tout en s'engageant dans une démarche d'investissement socialement responsable.



Après la crise de 2009, le FRR a réorienté sa conception de l'allocation d'actifs sur une poche obligataire et une poche de performance. Les actifs de couverture visent à couvrir le passif à hauteur de 85 %, le reste pouvant être affecté à des actifs de performance qui représentaient à fin 2015 48,9 % de l'actif net total. Depuis 2011, la performance financière annualisée nette de frais ressort à 5,11 %, niveau supérieur au coût de la dette sociale, dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêt de la dette. Le FRR a donc réduit la poche de couverture pour anticiper une remontée des taux et investi dans des actifs non cotés de l'économie française, dans le cadre de son rôle d'investisseur public de très long terme.

Depuis 2011, les pouvoirs publics ont réorienté les ressources et la mission du fonds : ses recettes récurrentes ont été transférées au FSV et un versement annuel du FRR au profit de la CADES, jusqu'en 2024, a été programmé. A l'horizon 2024, il devrait rester au FRR un actif net estimé à 19 milliards d'euros.

Quel avenir pour le FRR ? Le fonds n'est plus abondé et n'est plus un fonds de lissage, ce qui permet d'envisager des objectifs alternatifs qui doivent se comprendre dans une perspective d'équilibre global entre réformes de retraite et pilotage des régimes. Le FRR pourrait devenir un fonds de précaution ou de stabilisation conjoncturelle. Il pourrait être utilisé dans une perspective de transition pour accompagner une réforme systémique. Il pourrait enfin se transformer en fonds permanent : soit un petit fonds permanent pour financer la solidarité, soit un fonds de capitalisation collective obligatoire, soit un fonds de garantie d'un troisième pilier en capitalisation.



La gestion de la dette issue du système de retraite : le rôle de la CADES

Patrice RACT MADOUX

**Président du Conseil d'administration de la Caisse d'amortissement de la
dette sociale (CADES)**

La CADES, Caisse d'amortissement de la dette sociale, a été créée en 1996 et s'est vu attribuer, comme financement, la CRDS ; elle devait, normalement, disparaître en 2009. En réalité, la persistance des déficits

de la sécurité sociale a fait que la CADES a dû être rouverte en 1998 et sa durée de vie prolongée jusqu'en 2014.

En 2004, la CADES a de nouveau récupéré de la dette en son sein et a été allongée aussi longtemps que nécessaire. Dès 2005, une loi visait à bloquer la durée de vie de la CADES, qui a néanmoins été de nouveau allongée en 2011, jusqu'en 2025.

Au final, la CADES a aujourd'hui repris 260 milliards d'euros de dettes sociales, qui sont pour moitié financés par des investisseurs asiatiques.

La CADES est soumise à un risque politique élevé et constitue un sujet d'étude intéressant pour les juristes. En 2005 par exemple, le Parlement votait une loi organique par laquelle tout transfert de dettes devait être accompagné de recettes nouvelles puis une nouvelle loi organique votée en 2010 a autorisé des transferts susceptibles d'allonger de 4 ans la durée de vie de la CADES. En 2011, la loi de financement de la Sécurité Sociale prévoyait une nouvelle reprise de dettes de 62 milliards d'euros, en contrepartie de l'attribution de nouvelles ressources, dont un peu de CSG, des revenus du capital et un versement du FRR. La durée de vie de la CADES a été allongée à 2025.

La CADES a amorti 124 milliards d'euros depuis sa création en 1996, soit l'équivalent de 5,6 % du PIB 2016. En y ajoutant les intérêts économisés sur la dette amortie, la CADES a contribué à une diminution de la dette publique française de 6,6 points de PIB.

Pour conclure, la CADES poursuivra son soutien au rééquilibrage de la Sécurité sociale. Elle contribuera également à la maîtrise de la dette publique française en amortissant les 135,8 milliards d'euros de dette restante.



Débat avec la salle

De la salle

L'ARRCO a-t-elle des dettes ?

Jean-Jacques MARETTE

L'ARRCO n'a pas de dettes et possède un actif net de 59 milliards d'euros. Un régime par répartition a toutefois vocation à être à l'équilibre, d'où l'accord de 2015 signé par les partenaires sociaux.

De la salle

Quel est le rendement annualisé du RAFP ? Pensez-vous que 4 % soit une rentabilité soutenable à long terme ?

Philippe DESFOSSÉS

À la création du RAFP, la rente a été calculée sur la base d'un taux d'intérêt technique net d'inflation fixé à 1,34 %.. En outre, pour un euro de cotisation, quatre centimes d'euros de rente sont payés, soit un rendement technique de 4 %. Ce rendement technique ne doit pas être confondu avec le rendement des actifs, qui est un sujet différent.

De la salle

S'agissant de la CADES, n'aurait-il pas été plus simple d'augmenter les taux de cotisation ? Quel est le coût d'amortissement de la dette sur la durée ?

Patrice RACT MADOUX

Une augmentation de la CRDS aurait effectivement permis de régler le problème, au lieu de procéder à diverses ponctions auprès de diverses sources. La dette est actuellement refinancée à des taux exceptionnellement bas. La plupart des emprunts effectués cette année se sont même fait à des taux réels négatifs.

Philippe DESFOSSÉS

Ce qui ravit l'émetteur désespère l'investisseur : comme nous sommes obligés d'investir majoritairement en obligations, le rendement de nos actifs a été moins bons. Le taux de rendement technique est désormais légèrement inférieur à 4 %.

