

## Extraits du rapport Charpin

Chapitre VII

Il existe des marges d'action susceptibles d'assurer l'avenir des retraites

L'allongement, à l'horizon 2019, de la durée d'assurance nécessaire pour avoir le taux plein

.....

### La constitution de réserves

Les sommes à accumuler représentent au moins 3 points de PIB

La constitution d'un fonds de long terme exige un investissement partiel en actions

---

## La constitution de réserves

La loi de financement de la Sécurité sociale pour 1999 a créé un fonds de réserves pour les régimes d'assurance vieillesse. L'objectif est de constituer une épargne qui sera utilisée par les régimes de retraite lorsqu'ils seront confrontés au choc du vieillissement. Mais si la création de ce fonds a été décidée, les modalités de son fonctionnement restent à préciser.

Plusieurs pays ont constitué, depuis déjà de nombreuses années, de tels fonds de réserve dans le cadre de leurs régimes publics de retraite (chapitre IV). Leur expérience montre que plusieurs questions se posent et doivent être réglées si l'on souhaite utiliser ces réserves pour faciliter la transition vers le nouveau régime démographique.

La première consiste à savoir ce que l'on veut faire de ce fonds. En effet, deux objectifs peuvent être visés : lisser la hausse prévue des taux de cotisation, afin d'en réduire le rythme au moment du changement de régime démographique, ou bien mettre en place un fonds permanent dont les revenus complètent les ressources des régimes. Dans le premier cas, les réserves accumulées au départ ont vocation à être consommées progressivement, le fonds s'épuisant à terme ; dans le deuxième cas, les revenus des réserves accumulées doivent être suffisants à long terme pour assurer la pérennité du fonds et le financement d'une partie des charges de retraite, réduisant ainsi le taux de cotisation à long terme.

La seconde catégorie de questions découle de la réponse que l'on donne à la première : quel doit être le montant de ce fonds ? Comment doit-on l'alimenter ? Quels types de placement des réserves doivent être privilégiés ?

Enfin il faut déterminer à qui la gestion du fonds est confiée, ce choix étant d'autant plus crucial que les montants en jeu donnent un pouvoir d'influence sur l'économie. Ce dernier point est largement présenté dans le chapitre IV. Les pays qui ont mis en place de tels fonds de réserves ont été effectivement confrontés directement à cette question.

Nous ne chercherons pas ici à donner des réponses à tous ces points, mais simplement à apporter des éclairages sur les débats en cours.

### Les sommes à accumuler représentent au moins 3 points de PIB

La Direction de la Prévision<sup>(1)</sup> s'est livrée à un exercice normatif visant à évaluer l'importance respective que devraient avoir un fonds de lissage et un fonds permanent.

---

<sup>1</sup> J.-M. Aubert et C. Jeanroy : « Simulations de profils de taux de cotisation liés à l'utilisation de réserves », note de la Direction de la Prévision, remise à la séance n° 10 de la Commission de concertation.

Les hypothèses retenues sont dans ce cadre tout à fait conventionnelles :

- les besoins de financement à couvrir représenteraient à long terme 5 points de cotisations, nuls à l’origine, ils augmenteraient après 2005 et se stabiliseraient à 5 points de cotisation avant 2040 ;
- l’environnement macro-économique associé serait celui du scénario 2 (chômage à 6 %, croissance du salaire moyen réel à 1,7 %) ;
- les taux de rendement pour les placements du fonds correspondraient à divers choix d’investissement : le taux obligataire (le taux d’intérêt réel, 3,8 % jusqu’en 2009, 2,6 % de 2010 à 2014, 2,5 % à partir de 2015) ; un taux de rendement moyen, supérieur de 1 % au taux obligataire ; un taux de rendement élevé, supérieur de 3 % au taux obligataire.

Les résultats dépendent beaucoup de l’objectif du fonds, et dans le cas d’un fonds de long terme, du taux de rendement.

Dans le cas d’un fonds de lissage, les réserves maximales sont de l’ordre de 3 à 4 points de PIB. Les différences de rendement n’ont que peu d’impact sur le profil de hausse des cotisations et sur la date à laquelle le taux maximum est atteint. Cela tient à l’horizon relativement bref du fonds, donc à la durée courte de placement des réserves.

En revanche, pour que le fonds apporte de manière permanente des revenus, son montant doit être important (au moins 10 points de PIB) et l’hypothèse de taux de rendement est cruciale. Dans le cas du rendement obligataire, pour baisser le taux de cotisation de 1,5 point, le fonds doit représenter 55 % du PIB. Avec le taux de rendement moyen, le ratio tombe à 28 %, et à 14 % pour le taux de rendement élevé. Même dans la situation la plus favorable, le montant du fonds reste important. Une moindre baisse du taux de cotisation s’obtiendrait avec un montant du fonds inférieur dans les mêmes proportions. Dans tous les cas, les ordres de grandeur obtenus montrent qu’un fonds destiné à couvrir une partie des cotisations de manière permanente ne peut pas être investi uniquement en obligations.

Montée en charge et importance relative du fonds de réserve en point de PIB

	Taux de cotisation de long terme		Hausse annuelle en début de période en point de PIB			Réserves en point de PIB, maximales pour fonds de lissage et en 2040 pour fonds permanent		
		TRO	TRM	TRE	TRO	TRM	TRE	
Absence de fonds de réserve	5 pt	0,2 pt			sans objet			
Scénarios de lissage des hausses de prélèvements	5 pt	0,12 pt	0,11 pt	0,11 pt	3 pt en 2023	3 pt en 2025	4 pt en 2026	
Scénarios visant à limiter la hausse des taux à terme								
– gain de 1,5 pt à terme	3,5 pt	1,3 pt	0,5 pt	0,1 pt	55 pt	28 pt	14 pt	
– gain de 1 pt à terme	4,0 pt	-	0,2 pt	0,1 pt	-	18 pt	9 pt	
– gain de 2 pts à terme	3,0 pt	-	0,9 pt	0,2 pt	-	37 pt	18 pt	

**Légende**

TRO : taux de rendement obligataires (taux réels de 3,8 % jusqu’en 2009, de 2,6 % de 2010 à 2014 et de 2,5 % à partir de 2015).  
 TRM : taux de rendement moyens (TRO + 1 %).  
 TRE : taux de rendement élevés (TRO + 3 %).  
 Source : Direction de la Prévision.

## La constitution d’un fonds de long terme exige un investissement partiel en actions

Une question fondamentale est donc de savoir quel rendement on peut espérer pour ces réserves, c’est-à-dire quel sera le rendement du capital dans le futur.

## Deux mesures du rendement du capital cohérentes sur le passé

Le rendement du capital peut s'apprécier selon deux approches : une approche financière, à partir des résultats des placements financiers ; une approche économique, à partir des comptes des entreprises. Ainsi que le montre la note d'O. Davanne<sup>(2)</sup>, on peut constater sur le passé que ces deux mesures conduisent à des résultats voisins. Pour la première approche, on évalue le rendement financier séparément pour les deux grands types de placements, les actions et les obligations. Les mesures sur le passé montrent que le rendement des actions depuis la guerre a été en moyenne de 6,6 % par an, celui des obligations de 2,3 %, pour une croissance de l'économie en moyenne à 3,6 %. Pour la seconde approche, le rendement réel du capital est défini comme un retour sur investissement : somme des bénéfices réinvestis, des intérêts payés aux créanciers et des versements aux actionnaires, rapportée au capital. Depuis 1971, le rendement réel du capital se situe en moyenne à 7,2 % (entre 4,6 et 9,5 %). Les rendements financiers et économiques sont donc assez proches. Cette convergence sur le long terme est logique, puisque ce sont les excédents d'exploitation qui rémunèrent les détenteurs de capital. Toutefois, sur des périodes plus courtes, on peut observer des décalages importants entre les rendements économiques relativement stables et les rendements financiers très fluctuants.

Si ces chiffres donnent des indications sur le passé, ils laissent de nombreuses incertitudes sur les évolutions futures, en particulier sur les écarts entre la croissance de l'économie et le rendement du capital d'une part, entre les rendements des actions et des obligations d'autre part.

### Une incertitude sur l'écart prévisible entre le rendement du capital et la croissance de l'économie

Les chiffres précédents montrent jusqu'à aujourd'hui un écart élevé entre le rendement du capital et la croissance de l'économie. En 1997, le retour sur investissement des créanciers et des actionnaires est évalué à 8,2 % en moyenne dans les entreprises françaises, soit un niveau très supérieur à la croissance de l'économie. On peut se demander si cet écart est durable.

La théorie économique propose des modèles de croissance où, dans la situation optimale caractérisée par la « règle d'or », le taux de croissance de l'économie et le taux de rendement du capital sont identiques. La valeur actuellement élevée du rendement du capital traduirait donc une situation transitoire où le stock de capital serait inférieur à celui de la règle d'or (situation de *sous-accumulation du capital*). Dans ces conditions, ces rendements élevés susciteraient une forte accumulation du capital qui ramènerait progressivement vers la règle d'or. Cette convergence serait d'ailleurs favorisée par l'augmentation de l'épargne des générations du baby-boom en vue de leur retraite.

En fait, l'évolution du rendement du capital est très incertaine. La règle d'or ne reste qu'une référence théorique parmi d'autres, et il est difficile de savoir si l'économie souffre effectivement d'une sous-accumulation du capital. Néanmoins, on ne peut pas exclure que se produise dans les années à venir un certain rattrapage du stock de capital qui se traduirait par une baisse significative de son rendement. Au total, ces considérations invitent à une certaine prudence dans le prolongement des tendances passées.

### Un rendement élevé pour les placements en actions

La valeur élevée du rendement du capital par rapport à la croissance de l'économie est mesurée sur l'ensemble des placements, actions et obligations, dont les rendements sont sensiblement différents. Les valeurs historiques montrent un rendement des actions très supérieur à celui des obligations (particulièrement aux États-Unis). Cela justifie que l'on veuille préférer pour un fonds des placements en actions à des placements en obligations. Cette question est aujourd'hui très présente dans les pays qui ont à gérer des fonds de retraite importants (chapitre IV).

La contrepartie d'un rendement élevé est toutefois le risque<sup>(3)</sup>. La recherche d'un meilleur

---

<sup>2</sup> O. Davanne : « Le rendement du capital : éléments de diagnostic », note remise à la séance n° 10 de la Commission de concertation.

<sup>3</sup> E. Dubois : « Risque sur les marchés financiers et fonds de réserve », note de la DSS remise à la séance n° 10 de la Commission de concertation.

rendement par un placement partiel en actions expose en effet le fonds à un risque plus élevé que dans le cas d'un placement obligataire. Les aléas boursiers supposent donc une gestion du risque. Deux éléments sont néanmoins à prendre en compte :

- en premier lieu, l'écart de rendement entre les actions et les obligations excède aujourd'hui ce que les seules considérations de risque justifieraient, même si là aussi il existe une incertitude sur la permanence de cet écart de rendement ;

- en second lieu, la gestion d'un fonds de réserves peut profiter de l'horizon de ses placements. Comme le rappelle la note de la DSS, sur le long terme, les prix sont marqués par un phénomène de retour à la moyenne (ajustement sur la rentabilité économique des entreprises). Mesurée sur des durées de 10 ans, la volatilité des placements diminue fortement par rapport aux fluctuations annuelles. Plus l'horizon est long, plus le risque d'obtenir un rendement négatif est limité (moins de 1 % sur 30 ans aux États-Unis). De même, un éventuel krach peut être réparti sur plusieurs générations. Un fonds de réserves peut donc lisser les fluctuations sur une longue période, et ainsi tirer un certain profit de la prime de risque associée aux placements plus volatils.