Croissanceplus
Grandir ensemble

INSTITUT ÉCONOMIQUE MOLINARI

Pour une réforme des retraites qui réponde aux enjeux français

Compétitivité, emploi, innovation avec la capitalisation pour tous

Septembre 2021

Cette étude est le fruit d'un partenariat entre les équipes de CroissancePlus et de l'Institut économique Molinari.

Premier réseau français des entrepreneurs de croissance créé en 1997, CroissancePlus se veut force de propositions et d'influence auprès des pouvoirs publics et leaders d'opinion pour favoriser la croissance des entreprises et la création d'emplois en France.

L'Institut économique Molinari est un organisme de recherche et d'éducation indépendant. Il vise à stimuler l'approche économique dans l'analyse des politiques publiques, en proposant des solutions alternatives et innovantes favorables à la prospérité de l'ensemble des individus.

Reproduction autorisée à des fins éducatives et non commerciales à condition de mentionner la source.

©2021 Institut économique Molinari et CroissancePlus
Rédaction achevée le 03/09/2021, v.13/09/2021
ISBN 978-2-931091-07-4
Dépôt légal : 3ème trimestre 2021

Contacts :
postmaster@institutmolinari.org
contact@croisssanceplus.com

Sites internet :
www.institutmolinari.org
www.croissanceplus.com

« *La capitalisation … en soi est parfaitement acceptable et peut même, bien maniée, par un prolétariat organisé et clairvoyant, servir très substantiellement la classe ouvrière.* »

Jean Jaurès, Tous escrocs !, *L'Humanité*, 1er janvier 1910, page une.

« *quand une partie du capital est possédée par la classe ouvrière, quand cette portion du capital porte intérêt au compte des ouvriers, la classe ouvrière, dans la mesure de ce capital, est à la fois capitaliste et salariée ; elle reçoit tout le produit social qui résulte de la mise en œuvre de ce capital par le travail ouvrier.* »

Jean Jaurès, Capitalisme et capitalisation, *L'Humanité*¸ 27 décembre 1909, page une.

SOMMAIRE

SYNTHESE DE L'ETUDE 7

La France souffre d'un problème de compétitivité et de chômage 7
La France manque d'investissement dans les entreprises et les fonds propres 8
La France a besoin de mieux financer l'innovation 9
La capitalisation collective, plus de pouvoir d'achat pour les actifs et les retraités 9
La capitalisation collective, plus de pouvoir d'achat pour les moins favorisés. 10

RECOMMANDATIONS POUR UNE REFORME REPONDANT AUX ENJEUX 11

INTRODUCTION, PENSER GLOBAL 13

L'ENJEU ECONOMIQUE FRANÇAIS, RENOUER AVEC LA CROISSANCE 16

Renouer avec une croissance significative pour enrayer l'appauvrissement relatif 16
Renouer avec la compétitivité économique 18
Enrayer un processus de perte de souveraineté 19
Réduire la dépendance à la dette 21
Développer les fonds propres des entreprises 22
Casser la spirale vieillissement, prélèvements, chômage et déficits 24

CREER UNE CAPITALISATION COLLECTIVE POUR TOUS LES SALARIES 29

Augmenter le rapport qualité/prix retraite en capitalisant plus 29
Réduire la dépendance à la répartition en s'inspirant des capitalisations collectives françaises 33
S'inspirer de ce qui fonctionne dans le secteur public avec l'ERAFP 37
S'inspirer de ce qui fonctionne pour les professions libérales, l'exemple des pharmaciens 38
Le mythe du pas possible, il faudrait « cotiser deux fois » 39
La montée en puissance progressive d'une capitalisation pour tous les salariés sur une vie active 40
La montée en puissance d'une capitalisation plus significative 44

AMELIORER LA RESILIENCE EN DIVERSIFIANT LE FINANCEMENT ET EN AUGMENTANT LES RESERVES 46

Améliorer la résilience globale en ajoutant une capitalisation collective 46
Améliorer la résilience de la répartition avec des réserves pérennes 48

ALLEGER LA FISCALITE DES PLANS D'EPARGNE RETRAITE PACTE 53

CONCLUSION, BON POUR LES RETRAITES, L'ECONOMIE ET LA SOCIETE 56

Générer des effets d'entrainements positifs pour les actifs et l'économie française 56
Retrouver un discours positif sur les retraites 57
Conforter le partage de la valeur et réduire les inégalités patrimoniales 60

REMERCIEMENTS 63

ANNEXE : 3 SCENARIOS DE MONTEE EN PUISSANCE DE LA CAPITALISATION 64

LISTE DES FIGURES, TABLEAUX ET ZOOM 66

SOURCES 68

NOTES 75

1. SYNTHESE DE L'ETUDE

CroissancePlus et l'Institut économique Molinari proposent une mise en place de la capitalisation pour tous dans le cadre de la réforme des retraites permettant, par ailleurs, de sécuriser la répartition et de renforcer l'attractivité des plans d'épargne retraite PACTE.

La France souffre d'un problème de compétitivité et de chômage

La France perd du terrain. Alors qu'elle réalisait 16 % de la production de l'UE à 28 en 1995, elle ne représente plus que 14 % en 2019. Le PIB par habitant progresse moins vite qu'ailleurs. En 25 ans, il est passé de la 13ème position mondiale à la 24ème position.

La rentabilité des activités économique chute. Sur les 25 dernières années, il manque 3,9 points d'excédents d'exploitation par an, par rapport à notre poids dans la valeur ajoutée. Les excédents nets français sont 23 % en deçà de la moyenne de l'Union européenne.

La France est devenue l'économie la plus désindustrialisée du G7, avec le Royaume-Uni. La part de l'industrie dans le PIB a reculé de 10 points pour atteindre 13 % contre 26 % en Allemagne, 20 % en Italie, ou 16 % en Espagne. Cela rejaillit négativement sur l'innovation, le secteur des services et l'emploi.

En 2019, avant même la crise sanitaire, le taux de chômage était encore à 8,4 % en France contre 6,7 % dans l'Union européenne, 5,4 % dans les pays de l'OCDE, 4,3 % dans les pays du G7 et 3,2 % en Allemagne. La France comptait entre 500 000 et 1 500 000 chômeurs de trop, selon qu'on la compare à la moyenne européenne ou à l'Allemagne. En complément, plus de 360 000 résidents travaillaient à l'étranger et 2,9 millions de personnes s'étaient expatriées, un chiffre équivalent à celui des Etats-Unis 5 fois plus peuplés.

Le financement des retraites est, en partie, responsable de cette spirale de déclassement. Censé obéir à une logique de répartition, il renchérit significativement le coût du travail.

Les dépenses de retraites représentent 15 % du PIB, contre 5 % du PIB en 1959. Les pensions ont progressé bien plus vite que les autres dépenses publiques. Elles expliquent 61 % de la progression des dépenses depuis 1959 et, indirectement, la montée du chômage, multiplié par 6 et l'incapacité à résorber les déficits publics.

La quasi-totalité des retraites est financée par les prélèvements obligatoires, alors que les pays ayant aussi recours à la capitalisation peuvent s'appuyer sur des ressources ne pénalisant pas la compétitivité et l'emploi (dividendes et plus-values boursières).

Les déséquilibres financiers sont récurrents. Ils sont largement supérieurs aux chiffres officiels, représentatifs des seuls déficits des retraites en répartition. Les retraites de Etat, financées par le budget et non par la répartition, sont équilibrées grâce à des sur-cotisations des employeurs publics. Si l'on considère ces sur-cotisations équilibrant les retraites publiques comme des subventions d'équilibre, le vrai déséquilibre des retraites est de 2,8 % du PIB en 2020, bien au-delà du déficit mis en avant par le Conseil d'orientation des retraites (0,6 % du PIB).

Cette impasse française conduit à une fiscalité nuisant à l'attractivité. Elle explique l'incapacité française à résorber le chômage et à renouer avec les excédents publics en période de reprise, à l'opposé de ce qu'on constate chez nos voisins. Elle fait peser un risque de paupérisation des retraités et des actifs.

+

L'enjeu d'une vraie réforme des retraites est de casser la spirale infernale que représente un vieillissement mal préparé avec des hausses des prélèvements obligatoires, un chômage de masse même en phase de reprise économique, un déficit public permanent, conséquence mécanique d'une croissance anémiée. La mise en place de capitalisations collectives pour tous est de nature à alléger le coût de financement des retraites. Elle doit constituer une priorité collective.

La France manque d'investissement dans les entreprises et les fonds propres

Un des enjeux français réside aussi dans la capacité à financer ses entreprises existantes ou à venir. Cette capacité existait dans le passé, ce qui explique comment nous avons pu devenir un des leaders économiques avec l'Angleterre à l'occasion des révolutions industrielles.

Elle fait aujourd'hui largement défaut, quels que soient les profils d'entreprises et leur stade de développement. Les entreprises françaises sont contraintes de compenser leur manque de fonds propres par de l'endettement, ce qui constitue une fragilité.

Enrayer le processus de perte de souveraineté passe par un développement des fonds propres permettant de réduire la dépendance à la dette. La mise en place de fonds de pension, facilitant l'investissement dans les entreprises est un enjeu pour la pérennisation du tissu économique existant.

+

La réforme des retraites doit permettre d'améliorer l'investissement dans les entreprises et de renforcer leurs fonds propres. La mise en place de capitalisations collectives pour tous, permettant d'investir durablement dans les entreprises et d'accompagner leur développement, est bonne pour l'économie, les salariés comme les retraités. Elle est aussi profitable pour les régimes par répartition, dépendant directement cotisations assises sur la masse salariale. Mieux les entreprises se porteront, plus les salaires seront dynamiques et plus les cotisations rentreront.

La France a besoin de mieux financer l'innovation

Numérique, intelligence artificielle, environnement, les défis ne manquent pas. Mais une question se pose avec de plus en plus d'acuité. Serons-nous en position d'être acteur de ces évolutions ou devrons-nous nous contenter de les importer ?

L'absence de Nasdaq européen pose clairement une question de souveraineté. Les start-ups sont incitées à migrer outre-Atlantique, faute d'un écosystème européen permettant d'accompagner leur développement. Elles bénéficient aux Etats-Unis d'un écosystème complet autour du Nasdaq, dont la capitalisation boursière est 3 fois supérieure à celle d'Euronext, qui réunit les bourses de Paris, Amsterdam, Lisbonne, Oslo et Bruxelles. A elle-seule, la capitalisation d'Apple équivaut à celle des 40 valeurs du CAC40 français. Malgré les efforts, le développement du capital-risque ne permet pas de rattraper le retard par rapport aux Etats-Unis et reste inférieur à ce qu'on observe en Chine.

Les fonds de pension, qui détiennent 30 % des 100 000 milliards de dollar placés en bourse, nous font défaut en France. Acteurs de long terme, avec des capitaux placés pour des années voire des décennies, ils jouent dans le monde un rôle majeur dans le soutien à l'innovation. Ils permettent de financer des « détours de production » longs, avec des projets promis à un bel avenir qui ne seront pas rentables avant des années.

+

La réforme des retraites doit permettre de développer des fonds de pension à la française, permettant d'irriguer les entreprises innovantes et de veiller à ce que nous ne soyons pas déclassés dans les domaines d'avenir.

La capitalisation collective, plus de pouvoir d'achat pour les actifs et les retraités

Une montée en puissance d'une capitalisation collective est nécessaire pour améliorer le rapport qualité/prix du système de retraites et le retour sur investissement pour les cotisants. La répartition est moins attrayante depuis le contre choc du baby-boom. A contrario, la capitalisation s'avère plus rentable et économique. Les travaux montrent que le différentiel répartition/capitalisation est de 1 à 3, voire plus selon certains travaux, en faveur de la capitalisation. A cotisation égale, un salarié se créerait 3 fois plus de droits retraite s'il pouvait capitaliser de façon collective, au lieu d'alimenter la répartition.

Les capitalisations collectives françaises cantonnées au secteur public (ERAFP, banque de France, Sénat…) ou aux professions libérales (pharmaciens…) génèrent de l'ordre de 2 milliards d'euros par an de dividendes et plus-values sans faire appel aux prélèvements obligatoires. Leur financement, loin de nuire à la compétitivité et l'emploi, les favorise. Méconnues du grand public, elles sont des réussites. Le taux de rendement interne des placements faits par l'ERAFP au nom des fonctionnaires était, fin 2020, de 5,4 % par an depuis 2006. La caisse de retraite des pharmaciens (CAVP) a permis aux pharmaciens d'économiser un milliard sur les 4,7 milliards de prestations distribuées grâce à ses placements en capitalisation sur les 30 dernières années.

La France est très en retard en matière de capitalisations collectives, ce qui génère un manque-à-gagner très significatif pour la collectivité. Chaque année, c'est 2,6 points de PIB ou 60 milliards d'euro qui manquent par rapport à la moyenne de l'OCDE. Ce manque-à-gagner équivaut à 19 % des retraites distribuées ou 3 750 euros par retraité chaque année. Si l'on se compare avec les plus prévoyants de l'UE (Danemark, Pays-Bas, Suède), l'écart est même de 136 milliards d'euros par an, soit 42 % des retraites distribuées ou 8 400 euros par retraité.

+

La réforme des retraites doit permettre de développer des fonds de pension à la française couvrant tous les salariés, en complément des dispositifs par répartition obligatoire et des plans d'épargne retraite (loi PACTE).

L'étude intègre 3 chiffrages exclusifs montrant qu'une montée en puissance d'une couche de capitalisation collective est possible, sur le modèle mis en œuvre avec succès par l'ERAFP dans le secteur public. Les deux premiers simulent la montée en puissance d'une capitalisation avec des cotisations représentant ½ ou 1 % du PIB, tandis que la répartition absorberait 14 % du PIB. Le troisième décrit ce qui se passerait si la moitié du gain lié à la capitalisation était redistribué sous la forme d'une baisse des cotisations en répartition, pour soulager l'économie et le pouvoir d'achat. Au terme de la phase de montée en puissance, les capitalisations collectives fourniraient entre 9 et 17 % des prestations retraites.

La capitalisation collective, plus de pouvoir d'achat pour les moins favorisés.

La situation actuelle est particulièrement défavorable aux personnes ayant une carrière peu dynamique, le calcul des pensions étant fait sur les meilleures années.

La capitalisation collective est bien plus juste et permet de corriger ce biais, en valorisant toutes les cotisations et en les bonifiant au fil du temps. Elle est particulièrement profitable aux personnes ayant commencé à travailler tôt et aux carrières longues.

Elle serait de nature à corriger un autre biais français, avec des capitalisations profitant avant tout aux ménages aisés. Jusqu'à présent l'épargne populaire est fléchée vers des livrets d'épargne administrés présentant des rendements très faibles, ce qui creuse les inégalités de patrimoine au lieu de les réduire.

+

La mise en place de capitalisations collectives pour tous est particulièrement importante pour les personnes ayant des revenus modestes et des profils de carrière peu dynamiques. Elle permettra d'améliorer leur pouvoir d'achat à la retraite et de réduire les inégalités patrimoniales, l'épargne longue et ses rendements significatifs à long terme étant démocratisés.

2. RECOMMANDATIONS POUR UNE REFORME REPONDANT AUX ENJEUX

CroissancePlus et l'Institut économique Molinari proposent 3 séries de recommandations pour que la réforme des retraites réponde aux enjeux de demain, soulage le pouvoir d'achat des actifs comme des retraités grâce à la mise en place de capitalisations collectives, sécurise les retraites par répartition et améliore l'attractivité des plans d'épargne retraite PACTE.

1. Mettre en place une capitalisation collective pour tous les salariés du privé, sur le modèle de ce qui existe dans le public depuis 2005 avec l'ERAFP.

Chaque salarié du privé aura un compte personnel, alimenté tous les mois par des cotisations patronales (1 % du salaire brut) et salariales (1 % du salaire brut).
Ces sommes seront versées à un établissement de retraite additionnelle des salariés du privé (ERASP). Pendant de l'Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP), il sera hébergé par l'Agirc-Arrco, ce qui permettra de bénéficier des avantages d'une gouvernance paritaire au sein d'une caisse de retraite ayant une forte légitimité.
Le salarié sera détenteur d'un compte de droits individuel en points, alimenté par les cotisations patronales et salariales faites en son nom. Le nombre de points attribué chaque année sera égal au rapport entre les cotisations versées et la valeur d'acquisition du point pour l'année considérée.
Comme pour l'ERAFP, les cotisations seront placées afin de les bonifier.
Au moment du départ à la retraite, le retraité bénéficiera d'une rente garantie à vie. Il récupèrera les versements faits en son nom bonifiés par les gains liés aux placements.
Les salariés du privé bénéficieront des mêmes avantages que les fonctionnaires (cotisations salariales déductibles du revenu, possibilité de sortie en capital en deçà d'un certain montant de droits accumulés, fiscalité de la rente, reversions…).
Cette réforme se fera selon un principe de « neutralité pour la fiche de paie ». La création de l'ERASP se fera concomitamment à la réduction des fiscalités de production et CSG sur la fiche de paie, pour éviter toute dégradation de la compétitivité ou du pouvoir d'achat.
Toutes les autres capitalisations collectives existantes dans le public ou chez les professions libérales seront maintenues (ERAFP, Sénat, Banque de France, Pharmaciens…).

2. Fiabiliser les retraites financées par la répartition ou l'impôt

En complément des mesures visant à équilibrer les comptes à court terme, améliorer les règles de cumul emploi retraite, pour qu'il puisse être mis en place à l'initiative du salarié et qu'il soit ouvert aux personnes n'ayant pas accès à une retraite à taux plein.
Mettre en place des règles garantissant la pérennité des régimes de répartition avec des réserves permettant d'amortir les chocs économiques, à l'instar de ce qui existe en Suède.
Mettre fin au processus de rapprochement forcé des caisses de retraites et de centralisation des flux financiers qui, au lieu d'améliorer la gouvernance, risque de la fragiliser en créant une caisse unique plus éloignée des assurés sociaux.
Extérioriser la contribution des employeurs publics à la couverture des déséquilibres des retraites qu'ils financent par l'impôt, en faisant apparaitre les sur-cotisations retraite du public par rapport aux taux de cotisation en vigueur dans le privé. Cela permettra d'améliorer la transparence des comptes publics et la qualité de l'information, les rapports du Conseil d'orientation des retraites masquant l'ampleur des déséquilibres financiers.

3. Améliorer la loi PACTE

Supprimer le forfait social sur tous les versements opérés par les entreprises dans les produits PACTE, pour augmenter les montants crédités au compte des épargnants.
Neutraliser le calcul des plus-values sur tous les produits d'épargne retraite ou à long-terme (PEA, compte titres…), pour éviter de calculer des plus-values (fictives) sur l'inflation.
Améliorer la fiscalité des sorties en capital des produits PACTE, en revenant sur toutes les dégradations fiscales opérées dans le cadre du processus d'harmonisation entre les produits préexistants, l'harmonisation devant se faire par le haut pour garantir la montée en puissance de ces dispositifs non obligatoires.

3. INTRODUCTION, PENSER GLOBAL

Une bonne réforme doit tenir compte des enjeux globaux. La réforme des retraites débattue en 2019 a été pensée en 2017 en partant du postulat que l'enjeu était d'améliorer la lisibilité du système de retraite et de fusionner les caisses pour améliorer l'équité. Elle a été construite en considérant que les enjeux financiers étaient derrière nous et surtout, en faisant comme si l'architecture du système de retraites n'était pas un enjeu pour la croissance économique et pour l'emploi.

L'expérience a montré que cette vision n'était ni pragmatique ni réaliste.

D'une part, la fusion de tous les régimes en un seul s'est avérée bien moins populaire et plus difficile à organiser que ne le laissait à penser une vision superficielle. Des mois de présentations, débats, mais aussi de grèves et manifestations ont usé l'opinion publique, de plus en plus désabusée avec un projet de loi apparaissant confus et de moins rassembleur au fil des annonces. Les opérations de rapprochement sont par essence des opérations complexes. Elles posent une multitude de questions en termes d'équité mais aussi d'efficacité, les résultats n'étant pas toujours au rendez-vous.

D'autre part, le caractère dégradé des comptes a attisé les craintes à l'encontre de la réforme. Le dernier rapport du Conseil d'orientation des retraites montre que les régimes de retraites en répartition étaient déficitaires de 0,6 % du PIB, en dépit d'un versement exceptionnel du Fonds de réserve des retraites[1].

La réalité est bien plus dégradée. Depuis des années, les retraites du privé ne respectent plus les principes de la répartition, avec des cotisations sur les actifs permettant de financer entièrement les pensions versées aux retraités. Avec le contrechoc du baby-boom, les déficits sont apparus, en dépit de la montée en puissance des impôts et taxes affectés, mis en place pour diversifier le financement des retraites en limitant les effets négatifs sur la compétitivité et l'emploi. On s'est donc éloigné de la logique de la répartition, avec des retraites financées exclusivement par les cotisations sociales[2].

Quant aux retraites de l'Etat, elles n'ont jamais fonctionné en répartition. Originalement en capitalisation, elles sont financées par le budget depuis 1853 et équilibrées grâce à des sur-cotisations des employeurs publics[3]. Elles s'apparentent à un régime très déséquilibré, ayant besoin de subventions d'équilibre de plus en plus significatives, représentant 59 % des dépenses de retraites en 2020. Le déficit officiel selon le Conseil d'orientation des retraites (0,6 % du PIB) constitue donc une petite partie du déséquilibre des retraites. Il est en réalité de 2,8 % du PIB, si l'on considère les sur-cotisations équilibrant les retraites du public comme des subventions d'équilibre (Tableau 1). Si le public cotisait à la Caisse nationale d'assurance vieillesse et aux régimes complémentaires du privé, le déficit aurait été 5 fois plus élevé en 2020, avec de 66 milliards d'euros représentant 19 % des retraites.

Aussi le parti pris de ce travail collectif est inverse à ce qui a été entrepris jusqu'à présent. Il est de partir des enjeux globaux français. L'idée est de proposer des axes d'évolution des régimes de retraites permettant de traiter ces enjeux ou, du moins, d'aider à les affronter dans de bonnes conditions. Comment renouer avec une croissance significative pour enrayer l'appauvrissement relatif des actifs et des retraités ? Cette question centrale est le préalable à toute démarche de réflexion sérieuse sur les retraites, dans un pays qui recourt très significativement à la répartition pour des raisons historiques.

La réforme présidentielle a été mise entre parenthèse en raison d'une pandémie qui laissera des traces sur la croissance française et l'emploi. Ce n'est pas nécessairement une mauvaise chose. A l'instar de Jacques de Larosière, nous pensons qu'il ne faut pas se tromper d'objectif à court et moyen terme. D'un point de vue financier, « la priorité est de rétablir l'équilibre global du système plutôt que de concentrer l'effort sur une solution unificatrice qui, par la force des choses, sera extrêmement complexe à réaliser »[4]. D'un point de vue structurel, « Plutôt que se concentrer exclusivement sur l'aspect institutionnel de la réforme et amplifier cette dépendance à la répartition, il vaudrait mieux traiter le problème de fonds et diversifier notre système vers l'épargne complémentaire ».

Tableau 1 : Des retraites subventionnées ou déficitaires

Type de régimes	Financement en 2020 (milliards d'euros)		Décomposition du financement en milliards d'euros (et % de la dépense)				
			Cotisations (sur la base du taux privé pour le public)	Transferts, compensations démographiques , placements	Impôts et taxes affectés (ITAF)	Subventions d'équilibre	Déficit
Salariés et contractuels	**236**	dont	161 (68%)	35 (13%)	30 (15%)	0 (0%)	10 (4%)
Etat et régimes spéciaux (SNCF, RATP…)	**72**	dont	24 (33%)*	2 (6%)	4 (2%)	42 (59%)*	0 (0%)
Collectivités locales et hôpitaux	**24**	dont	15 (61%)*	0 (3%)	1 (0%)	7 (31%)*	1 (4%)
Agriculture	**15**	dont	5 (31%)	4 (41%)	6 (28%)	0 (0%)	0 (0%)
Professions libérales et indépendants	**10**	dont	8 (78%)	0 (15%)	1 (0%)	0 (0%)	1 (7%)
Total	**339** 14,7% du PIB	dont	210 (62%) 9,1% du PIB	24 (7%) 1% du PIB	40 (12%) 1,7% du PIB	52 (15%) 2,2% du PIB	14 (4%) 0,6% du PIB

Source : Calculs Institut économique Molinari à partir de données du Conseil d'orientation des retraites (Figs 2.9 et 2,11 du rapport de juin 2021). Le total diffère de la somme des sous totaux en raison notamment de transferts internes entre régimes.

* Les données du COR ont été retraitées pour avoir une présentation homogène. Les retraites de la fonction publique sont financées par le budget via le Compte d'affectation spécial Pensions, avec des cotisations hors normes (85% du traitement pour les fonctionnaires civils, 41% pour les collectivité locales) et bien supérieures à celles du privé (28% de la rémunération). Afin d'avoir une présentation homogène avec le privé, il a été considéré qu'un tiers des retraites de fonctionnaires civils d'Etat est assimilable aux cotisations (28%/85%), les deux tiers pour les collectivités (28%/41%) et que le reste sont des surcotisations s'assimilant à des subventions d'équilibre. Il n'a pas été tenu compte des spécificités des miliaires (137% de cotisations) et des détachés, ce qui minore les subventions d'équilibre. Comme les cotisations et les pensions publiques sont calculées sur les traitements hors primes, les chiffres sont homogènes.

Pour construire une réforme répondant aux enjeux structurels, il se demander comment renouer avec la compétitivité économique, comment enrayer le processus de perte de souveraineté, comment réduire la dépendance à la dette et comment développer les fonds propres des entreprises. Ces problématiques sont clefs si l'on veut casser la spirale du vieillissement, des prélèvements obligatoires, du chômage et des déficits.

Comment faire pour distribuer des retraites conséquentes sans nuire au développement économique et en sortant du jeu à somme nulle actuel ? Mieux encore, comment aligner la nécessité de servir des retraites décentes, tout en favorisant le fonctionnement de la société dans son ensemble ?

C'est seulement à l'aune de ces enjeux qu'il est possible de penser une réforme des retraites structurante. Tous les pays ne sont pas égaux en la matière. Rares sont ceux qui ont fait le choix, comme la France, de financer quasi exclusivement leurs retraites par répartition. Nombre de pays ont, au contraire, fait le choix d'un système mixte, en combinant répartition et capitalisation collective. L'avantage de cette configuration est triple : elle permet d'alléger le coût de financement, d'accroître la résilience en diversifiant les risques et de réduire les inégalités patrimoniales.

Comment introduire une dose plus significative de capitalisation dans le système français sans nuire à la répartition, au pouvoir d'achat et à la compétitivité ? L'abondante littérature soulignant les difficultés d'une démarche radicale de remplacement de la répartition par la capitalisation n'est pas pertinente, lorsqu'on considère l'introduction d'une capitalisation collective complémentaire. Les expériences françaises montrent que cette démarche est gérable, comme l'illustrent la mise en place

d’un fonds de pension chez les fonctionnaires avec l’ERAFP depuis 2003 ou chez les pharmaciens depuis 2009. Nos chiffrages montrent qu’il serait profitable d’organiser la montée en puissance d’une capitalisation collective, en réaffectant des prélèvements.

L’ajout d’une dose de capitalisation collective permettrait de sortir par le haut de l’impasse actuelle dans laquelle se trouve la société française, en générant des effets d’entraînement positifs sur l’économie. Elle permettrait d’améliorer les retraites sans détériorer le pouvoir d’achat des actifs, de diminuer les tensions sociales et de réduire les inégalités et conflits potentiels.

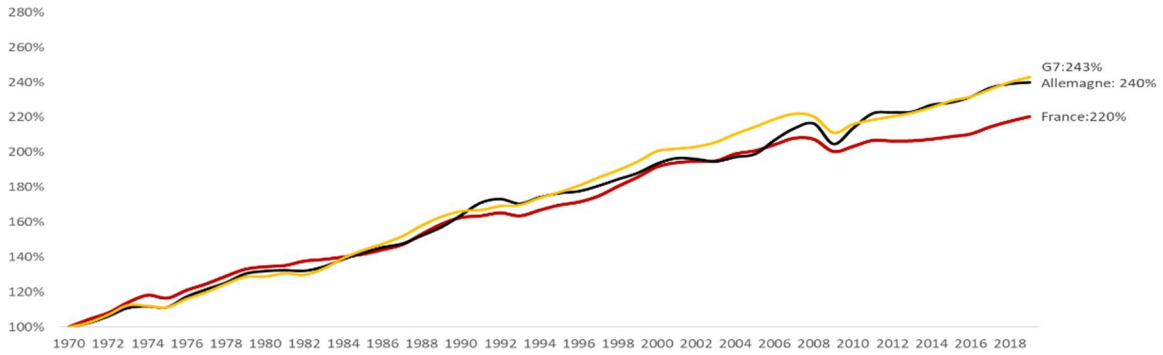
En parallèle, il convient d’améliorer la répartition, en corrigeant l’anomalie que constitue le sous dimensionnement de ses réserves, et d’accroître l’attractivité des plans d’épargne retraite facultatifs (loi PACTE).

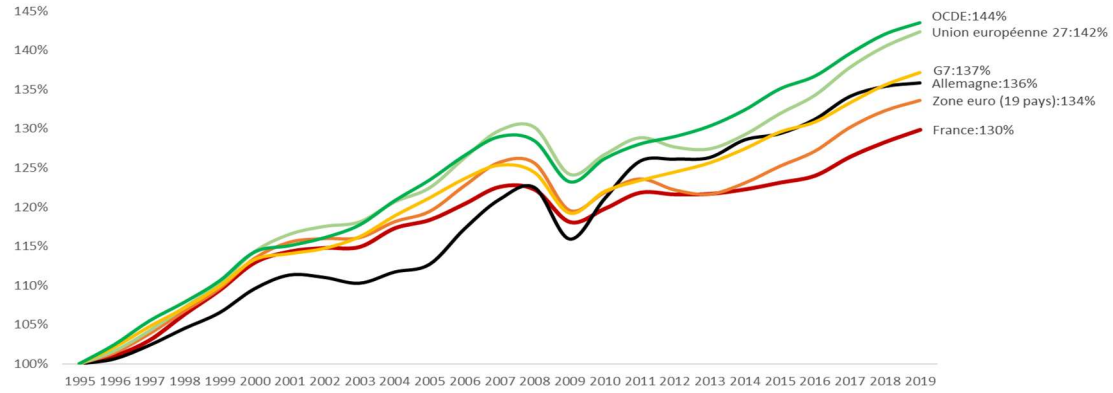
4. L'ENJEU ECONOMIQUE FRANÇAIS, RENOUER AVEC LA CROISSANCE

Renouer avec une croissance significative pour enrayer l'appauvrissement relatif

La France vit une longue trajectoire de décrochage économique depuis 30 ans. Alors que l'évolution du PIB par tête était en ligne avec celle de l'Allemagne et des grands pays du G7 jusqu'à la fin des années 1980, un écart est apparu depuis (Figure 1). Au cours des 25 dernières années, la richesse nationale par personne a progressé moins vite que la moyenne de l'OCDE, la moyenne de l'Union européenne (à 27 ou 28) ou celle de la Zone euro.

Figure 1 : Evolutions du PIB par tête depuis 1970 et 1995
(base 100, parité de pouvoir d'achat de 2015)





Sources : Calculs Institut économique Molinari d'après OCDE, Niveaux de PIB par tête et de productivité, USD, prix constants, PPA de 2015, Données extraites le 29 avril 2021, 09h07 UTC (GMT), de OECD.Stat

L'écart est significatif avec notre voisin allemand dont la performance est parfois présentée dans l'Hexagone comme excellente, alors qu'elle est simplement en ligne avec celle des grands pays du G7. Ce n'est pas l'Allemagne qui décolle, mais la France qui tombe conformément au titre d'un essai de Nicolas Baverez ayant fait grand bruit il y a plus de quinze ans[5].

Lorsqu'on analyse le positionnement de le France en termes de PIB par habitant, le décrochage est encore plus visible et significatif. Alors qu'on observait une amélioration du positionnement relatif de 1970 à 1990 dans la foulée d'une période de reconstruction et de croissance parfois qualifiée de « miracle français »[6], on observe depuis un très net décrochage. Le PIB par habitant est passé de la

12ème position en 1990 à la 22ème en 2000. Il continue de baisser avec une 24ème position en 2019 (Tableau 2).

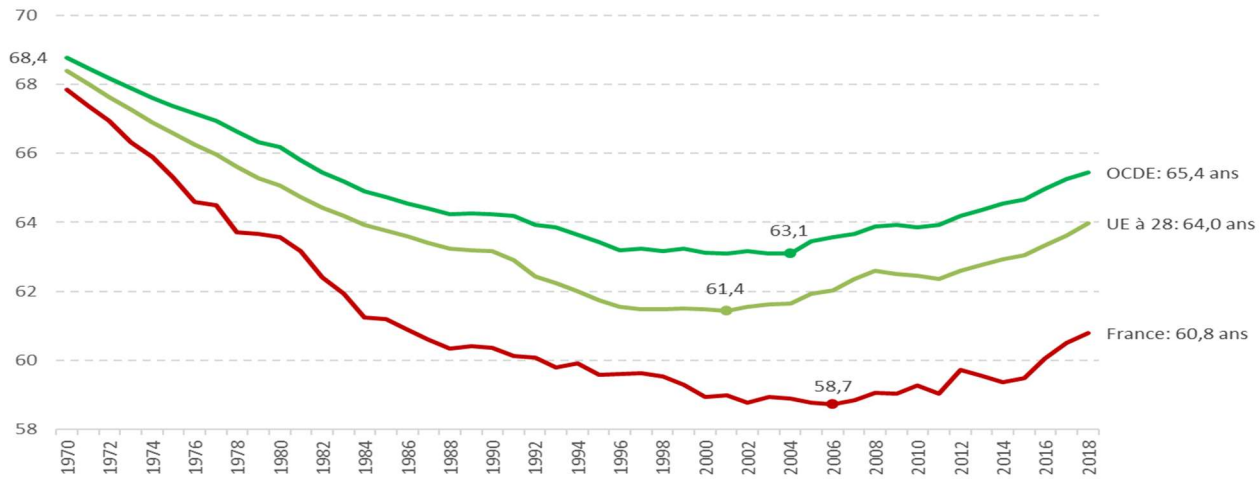
Les données montrent que ce déclin n'est pas étranger au choix de politiques publiques français et notamment aux différentes formes de réduction du temps de travail avec les pré-retraites, la retraite à 60 ans ou les 35 heures[7], dans un contexte d'inertie face aux déséquilibres financiers des régimes de retraite (Figure 2).

***Tableau 2 :* Evolution de la position de la France parmi les 25 pays ayant le PIB par tête plus élevé de 1970 à 2019**

Rang	1970	1980	1990	2000	2010	2019	$2019
1	États-Unis	Qatar	Suisse	Bermudes	Luxembourg	Bermudes	$111 821
2	Suède	Brunéi	Luxembourg	Luxembourg	Bermudes	Luxembourg	$107 627
3	Luxembourg	Koweït	Suède	Japon	Norvège	Suisse	$80 450
4	Canada	Suisse	Finlande	Norvège	Suisse	Irlande	$69 822
5	Suisse	Luxembourg	Norvège	Suisse	Qatar	Norvège	$75 497
6	Koweït	Suède	Danemark	États-Unis	Danemark	Islande	$71 311
7	Danemark	Arabie Saoudite	Bermudes	Islande	Suède	États-Unis	$60 062
8	Bermudes	Norvège	Islande	Danemark	Australie	Singapour	$60 914
9	Norvège	Islande	Japon	Qatar	Pays-Bas	Qatar	$59 125
10	Australie	Danemark	États-Unis	Suède	Irlande	Danemark	$57 610
11	Andorre	Pays-Bas	Allemagne	Royaume-Uni	États-Unis	Australie	$54 028
12	Bahamas	Belgique	France	Bahamas	Canada	Pays-Bas	$48 675
13	Pays-Bas	France	Autriche	Irlande	Singapour	Suède	$53 792
14	France	États-Unis	Canada	Pays-Bas	Autriche	Autriche	$47 427
15	Belgique	Andorre	Pays-Bas	Hong-Kong	Finlande	Finlande	$46 337
16	Allemagne	Allemagne	Italie	Autriche	Japon	Hong-Kong	$46 166
17	Qatar	Finlande	Belgique	Finlande	Belgique	Allemagne	$44 553
18	Islande	Bermudes	Royaume-Uni	Canada	Islande	Belgique	$44 193
19	Finlande	Canada	Andorre	Singapour	Allemagne	Canada	$45 149
20	Israël	Autriche	Australie	Allemagne	Andorre	Israël	$40 542
21	Nouv.-Zélande	Australie	Qatar	Belgique	France	Royaume-Uni	$40 361
22	Royaume-Uni	Royaume-Uni	Irlande	France	Royaume-Uni	Nouv.-Zélande	$42 849
23	Italie	Japon	Espagne	Andorre	Koweït	Andorre	$38 963
24	Autriche	Italie	Nouv.-Zélande	Australie	Italie	France	$38 812
25	Japon	Nouv.-Zélande	Brunéi	Israël	Brunéi	Japon	$38 387

Source : Institut économique Molinari d'après Banque Mondiale, GDP per capita (current US$), classement fait sur les 118 pays pour lesquelles les données 1970 et 2019 étaient renseignées. Extraction réalisée le 29/04/2021.

Figure 2 : Age moyen de retrait du marché du travail des Hommes de 1970 à 2018

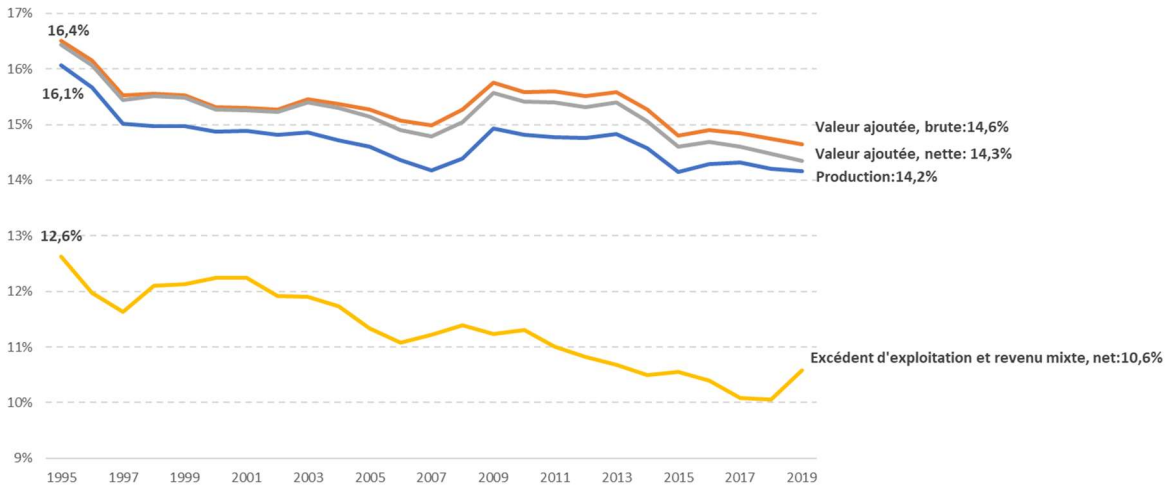


Source : OCDE, Average effective age of retirement in 1970-2018 in OECD countries

Renouer avec la compétitivité économique

Les données montrent que la France décroche par rapport à ses voisins européens Alors qu'elle représentait 16,1 % de la production de l'UE à 28 en 1995, elle n'en réalisait plus que 14,2 % en 2019 (Figure 3). La valeur ajoutée suit cette tendance baissière, qu'on raisonne en brut ou en net, avant ou après le retrait de la consommation de capital fixe.

Figure 3 : Une rentabilité économique qui se dégrade (part de la France dans l'UE à 28)



Sources : Calculs Institut économique Molinari d'après Eurostat, Agrégats des comptes nationaux par branche (jusqu'à NACE A*64)[nama_10_a64], mise à jour du 28-04-2021.

Surtout, les excédents nets d'exploitation ne sont pas au rendez-vous. Ils sont structurellement atrophiés par rapport à nos voisins européens. Sur les 25 dernières années, il manque 3,9 points d'excédents par an, par rapport à la valeur ajoutée nette. Les excédents nets français sont 23 % en deçà de la moyenne de l'Union européenne.

Contrairement aux idées reçues, ce ne sont pas les salaires nets horaires qui sont en cause. Les données montrent qu'ils sont en ligne avec ceux de nos voisins. Un nombre significatif d'analyses montrent que la fiscalité est un facteur explicatif majeur des difficultés françaises. C'est particulièrement visible dans les secteurs exposés à la concurrence internationale, telle l'industrie, ce qui rejaillit nécessairement dans les services compte tenu de l'interconnexion des activités[8].

La France cumule les handicaps, avec un très haut niveau de prélèvements obligatoires sur le travail[9], des impôts de production record, une imposition sur les sociétés supérieure à la moyenne. Les dangers associés à des niveaux de fiscalités élevés sont de mieux en mieux compris, mais il reste beaucoup d'efforts à faire pour ramener la fiscalité française dans la moyenne des pays développés, avec des conditions de concurrence équitable, conformément à l'idée anglosaxonne de *fair level playing field*.

Si l'impact des baisses de charges sociales commence à se voir dans les chiffres, avec un sursaut de l'excédent d'exploitation en 2019, ce rebond est limité. Il n'a permis de récupérer qu'un tiers de la

dégradation d'excédent d'exploitation depuis 1995. Pire, il représente seulement un huitième du chemin à parcourir pour réaligner les excédents avec le poids de la France dans la valeur ajoutée.

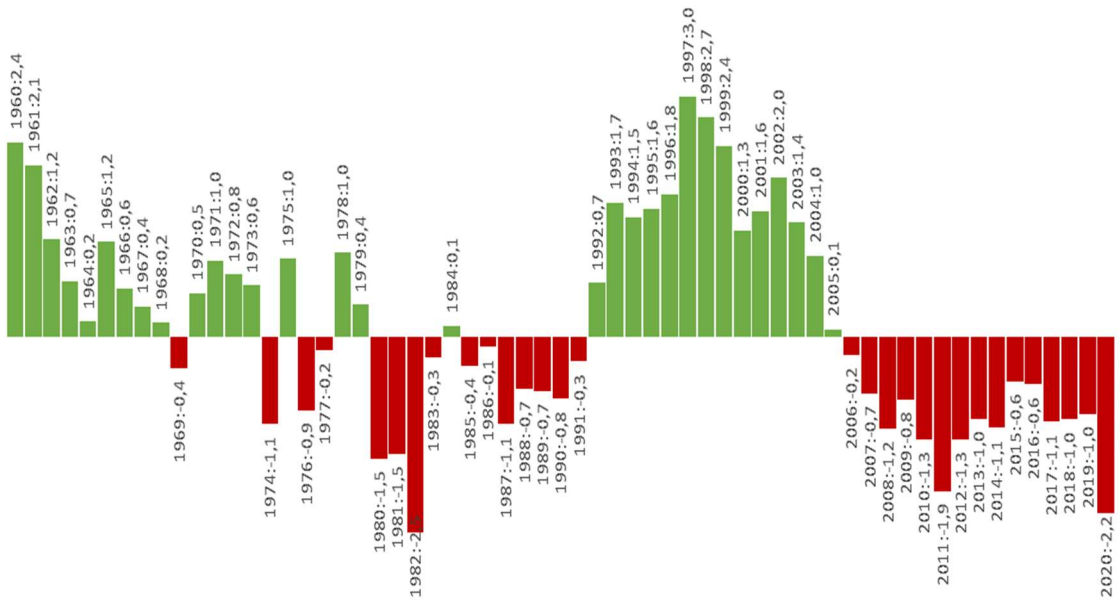
La baisse des impôts de production mise en œuvre depuis 2020 va favoriser l'amélioration des excédents d'exploitations, mais son impact reste à ce stade limité. Elle est cantonnée à 10 milliards d'euros, alors que la fiscalité de production représentait 120 milliards bruts en 2019 et 68 milliards nets, une fois les subventions de production déduites. Pour mettre à niveau l'économie française, il faudrait aller bien plus loin, en la réduisant de plus de 35 milliards d'euros[10].

Enrayer un processus de perte de souveraineté

Une des conséquences de l'affaiblissement du tissu productif français a été la dégradation du solde de la balance commerciale des biens et services. La balance commerciale française, positive dans les années 1960, 1970 et 1990 est systématiquement déséquilibrée depuis 2006 (Figure 4).

Contrairement à ce que l'on constatait dans la phase de déficits des années 1980, il n'y a pas de rétablissement de la situation, les déséquilibres commerciaux étant devenus structurelles.

Figure 4: Evolution du solde commercial français depuis 1960 (en % du PIB)



Source : Banque Mondiale et OCDE

Ce déséquilibre de la balance commerciale témoigne d'un processus d'affaiblissement global, allant de l'industrie aux services, des secteurs traditionnels à l'innovation. A l'opposé de la destruction créatrice chère à Schumpeter, la France vit un processus de destructions avec insuffisamment de créations.

L'industrie est à la fois la partie la plus visible et un élément clé dans la chaîne de transmission de ce processus de destruction. Si la tendance au recul de l'industrie est globale, sauf en Corée du Sud, la baisse relative du poids de l'industrie a été supérieure en France à ce que l'on constate ailleurs. Au-delà du coût unitaire du travail ou d'éventuelles spécialisations sectorielles défavorables, elle a été lourdement pénalisée par une fiscalité particulièrement élevée sur les facteurs de production,

comme en attestent les travaux récents du Conseil d'analyse économique ou de France Stratégie. Depuis 1980, les branches industrielles ont perdu près de la moitié de leurs effectifs, avec 2,2 millions d'emplois en moins. La part de l'industrie dans le PIB a reculé de 10 points pour atteindre 13,4 % contre 25,5 % en Allemagne, 19,7 % en Italie, ou 16,1 % en Espagne. La France est devenue l'économie la plus désindustrialisée du G7, avec le Royaume-Uni[11].

Ce recul de l'industrie génère des effets pervers non anticipés sur l'innovation, en dépit d'un investissement massif dans la formation et la stimulation de l'innovation par des mécanismes de crédit impôt-recherche[12]. Pendant longtemps, nous avons vécu sur l'idée que le déclin de l'industrie étant un élément inéluctable, voire souhaitable, la production ayant vocation à être délocalisée dans les pays en développement, tandis que l'Hexagone se spécialiserait dans la recherche et les activités à forte valeur ajoutée[13]. En parallèle, nous avons fourni un effort éducatif significatif, censé préparer la jeunesse aux emplois de demain[14].

Or, à l'opposé des visions pensant la recherche comme déconnectée de la production, l'innovation résulte pour une grande partie de l'interaction entre producteurs et scientifiques. Cette interaction était à la base de la première révolution industrielle, comme l'illustrent les travaux historiques de François Caron sur la dynamique de l'innovation[15].

Aujourd'hui, cette démarche de fertilisation croisée reste clef, comme l'illustrent plusieurs travaux américains[16]. Il apparaît *a contrario* que la délocalisation de certains segments de production érode les capacités d'innovation en fragilisant les écosystèmes innovants. Les travaux de France Stratégie montrent que le recul de l'industrie a généré un effet de freinage global sur l'innovation. L'industrie réalise une part très significative de la Recherche & Développement privée (71 % en 2017) et joue un rôle clef dans le développement technologique[17]. Elle constitue une externalité positive pour le tissu économique, une partie des nouvelles connaissances et innovations opérées par les entreprises industrielles se diffusant dans le reste de l'économie. L'enjeu est d'éviter de tomber dans une spirale où des chaînons stratégiques de la chaîne de valeur disparaissent, à mesure que les écosystèmes s'appauvrissent, au profit des pays émergents mais aussi de pays développés résistant mieux à cette tendance.

Cet enjeu se décline dans tous les domaines, au-delà des secteurs traditionnels. Il concerne les secteurs où la France excellait traditionnellement mais perd de l'influence (automobile, médicament, nucléaire…). Il concerne les domaines où elle n'a pas réussi à s'imposer, malgré les forces dont elle dispose. Le numérique en fournit une illustration emblématique. En dépit d'atouts significatifs, avec notamment une population d'ingénieurs très bien formés, une implication étatique significative remontant aux années 1960 avec le plan calcul, la France n'a pas réussi à percer. Si l'on compte des réussites exceptionnelles, comme celle de Dassault Systèmes[18], la France a pris un retard significatif. On observe aussi ce décrochement dans des domaines où la France était bien traditionnellement représentée, à l'image de la santé. Comme l'expose Stéphane Bancel, PDG de Moderna, « la plus grosse différence entre les États-Unis et l'Europe concerne les capitaux dont peut disposer une société non cotée pour se développer … En biotech, les financements sont aussi importants que la science. On peut avoir une super science, mais sans financement, on ne réussit rien »[19].

Pour beaucoup de ses talents, les opportunités se concrétisent ailleurs. On assiste à un double mouvement d'appauvrissement, avec des individus préférant s'expatrier pour rejoindre des équipes innovantes, et des start-ups s'expatriant pour accélérer leur croissance, en accédant à des

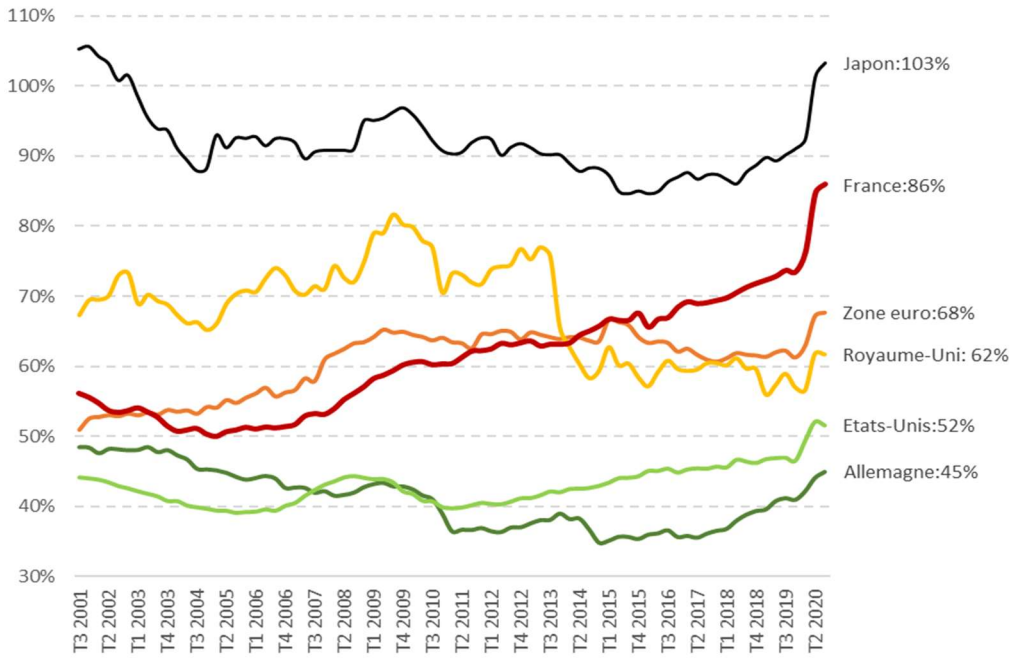
écosystèmes plus dynamiques en matière de financement, qu'il s'agisse de grossir avant de se faire racheter ou de se faire coter en bourse.

Réduire la dépendance à la dette

Un des enjeux français réside dans la capacité à financer ses entreprises existantes ou à venir. Cette capacité existait dans le passé, ce qui explique comment nous avons pu devenir un des leaders économiques avec l'Angleterre à l'occasion des premières révolutions industrielles.

Cette capacité fait aujourd'hui largement défaut, quels que soient les profils d'entreprises et leur stade de développement. Les entreprises françaises ont compensé leur manque de fonds propres par de l'endettement. Si la crise liée à la Covid-19 n'améliore pas la situation, cette tendance est ancienne, avec une montée des taux d'endettement dès le milieu des années 2000 (Figure 5).

Figure 5 : Evolution comparée de la dette des sociétés non financières en % du PIB de 2001 à 2020



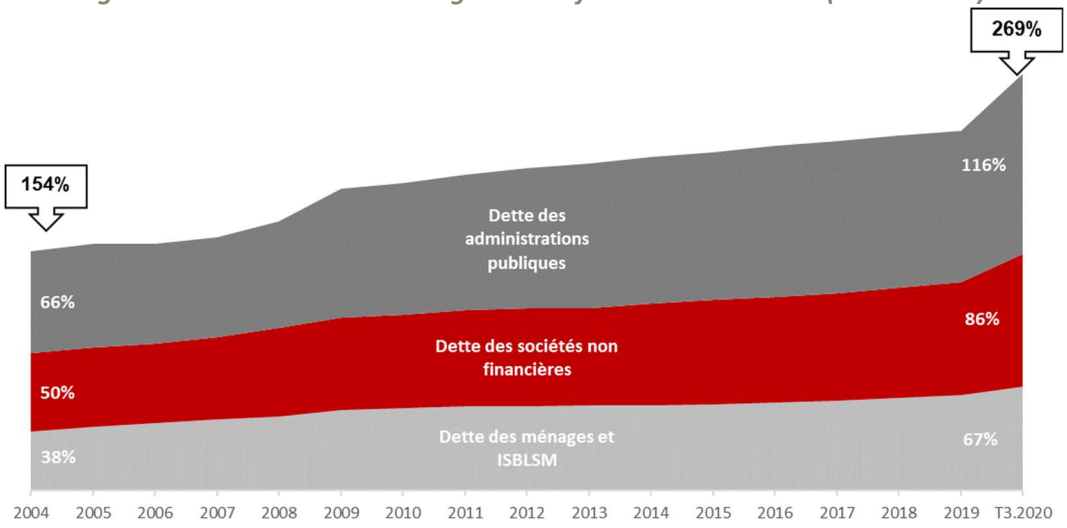
Source : Banque de France (http://webstat.banque-france.fr), extrait le 01/05/2021

La situation française s'apparente trop souvent à celle d'un « capitalisme sans capital », conformément à l'expression de Christian Saint-Etienne[20] ou Pascal Salin[21]. Faute de fonds propres, les entreprises sont plus fragiles qu'ailleurs. L'histoire économique industrielle récente fourmille de cessions illustrant les fragilités associées à l'endettement et au manque de capitaux (Alstom, Arcelor, Lafarge, Péchiney, Rhodia…).

Au gré des rapprochements et cessions, comme l'expose Christian Saint-Etienne, on assiste au départ à l'étranger des centres de décision, mais aussi des centres de recherche ou de production, rapatriés dans le pays de l'actionnaire majoritaire. Facteur aggravant, cette montée en puissance de

l'endettement des entreprises s'opère dans un contexte global d'augmentation de l'endettement des ménages et des administrations publiques. Au 3ème trimestre 2020, la dette cumulée des acteurs non financiers représentait 269 % du PIB français, contre 154 % en 2004 (Figure 6).

Figure 6 : Ratios de dette des agents non financiers en France (en % du PIB)



Sources : Insee (comptes nationaux - base 2014) et Banque de France (www.banque-france.fr/statistiques/epargne-et-comptes-nationaux-financiers/comptes-nationaux-financiers/endettement-des-menages-et-des-snf)

Développer les fonds propres des entreprises

L'Hexagone souffre d'un investissement de long terme atrophié, ce qui pénalise le développement des fonds propres entreprises. Ce n'est pas un problème de compétence, les outils et les savoir-faire étant là, mais la conséquence d'un problème de débouchés, lié à la rareté de l'épargne longue, consécutif à une série de choix réglementaires peu avisés.

La France est particulièrement pénalisée, avec une conjonction défavorable en matière de retraites. Alors que dans le monde le développement des régimes de retraite s'est accompagné de la montée en puissance de mécanismes de réserves ou de provisions, mobilisant des capitaux réinvestis pour partie dans le tissu économique, la France ne bénéficie pas de cette manne.

D'une part, elle s'appuie essentiellement sur des régimes par répartition ayant peu de réserves, avec à peine 177 milliards d'euros fin 2020 soit 14 % du PIB[22], à l'opposé de pays de traditions fort diverses (Etats-Unis, Suède…). Si nombre de régimes de droit privé ont constitué des réserves (Agirc-Arrco, caisses de retraites des professions libérales…), le régime général n'a pas eu cette sagesse, contrairement à beaucoup d'homologues étrangers. L'Etat a cherché tardivement à corriger cette anomalie, en créant le Fonds de réserve pour les retraites, mais ce dispositif n'est pas monté en puissance au rythme escompté, en dépit des performances remarquables de cette institution. Les pouvoirs publics ont cessé prématurément de l'alimenter et, au contraire, le vident au gré des besoins. Cette démarche est d'autant plus regrettable qu'elle est synonyme d'appauvrissement, le rendement du fonds de réserve pour les retraites étant largement supérieur au coût de l'endettement français[23].

D'autre part, les fonds de pension sont peu développés. Ils existent de façon ponctuelle, soit qu'ils aient subsisté (Banque de France, Sénat…) ou aient été réintroduits avec discrétion (Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique), la dernière tentative globale de 1997 n'ayant jamais été mise en œuvre (loi Thomas). Au total, ils représentent à peine 60 milliards d'euros lorsqu'on raisonne en valeur de marché[24].

Fort heureusement, nous disposons avec l'épargne salariale et l'actionnariat salarié d'outils très puissants, ayant aidé au développement d'entreprises cotées (Bouygues, Essilor…) ou non cotées (Groupe Auchan et famille Mulliez…). Avec 147 milliards d'euros à fin décembre 2020, dont 51 au titre de l'actionnariat salarié[25], cette démarche s'avère très puissante dans les grands groupes. En revanche, la montée en puissance de l'actionnariat salarié reste une affaire complexe dans les PME et les ETI non cotées[26].

Ces spécificités françaises complexifient le financement des entreprises, les régimes de retraites étant traditionnellement d'excellents investisseurs de long terme, au titre des réserves des régimes par répartition ou des régimes par capitalisation.

Si, du point de vue de l'épargnant, le sous-développement de l'épargne retraite est compensé par une épargne en assurance vie, avec des encours représentant près de 1 800 milliards d'euros à fin mars[27], ce mode d'épargne profite peu aux entreprises françaises non cotées. Le capital investissement est trop coûteux pour les assureurs, en raison des contraintes liées à la réglementation Solvency 2. En dépit des efforts déployés par la place[28], l'industrie de l'assurance et les autorités françaises, l'assouplissement du cadre réglementaire européen n'est pas acquis[29]. Et si la loi Pacte offre des possibilités nouvelles, elle est trop récente pour qu'on sache si ces évolutions auront un caractère transformant ou resteront limitées[30].

Ce problème de débouchés est problématique pour les entreprises françaises souhaitant croître rapidement en développant un actionnariat non côté. Leur développement est conditionné à l'existence de fonds de capital-investissement, ayant eux-mêmes besoin d'attirer des investisseurs. Faute de pouvoir être massivement souscrit par les investisseurs institutionnels, le capital investissement se développe moins vite sur les différents segments, qu'il s'agisse de la création (capital risque), du développement et de la croissance (capital développement), de la transmission (capital transmission) ou du rachat d'entreprises en difficultés (capital retournement)[31].

En dépit du dynamisme de la place et de la montée en puissance de la BPI, le manque de capital subsiste. Il touche à la fois des entreprises traditionnelles, à l'image des Chantiers de l'Atlantique[32], ou des start-ups. Pour ces dernières, on observe une montée en puissance dans le financement de l'amorçage. Le goulot d'étranglement se situe plus dans la capacité à développer des fonds « pré-IPO » accompagnant les licornes (série D) en amont des introductions en bourse. Cette absence pousse les entreprises à s'introduire en bourse prématurément, ce qui n'est pas sans risques, ou à se tourner vers des places étrangères.

En dépit des efforts, le développement du capital-risque européen ne permet pas de rattraper le retard par rapport aux Etats-Unis. En 2020 les start-ups américaines ont capté 52 % du total des levées dans le monde, contre 20 % pour les start-ups chinoises et seulement 16 % pour les start-ups européennes[33]. L'absence de Nasdaq européen pose clairement une question de souveraineté, alors que la capitalisation d'Apple équivaut à celle des 40 valeurs du CAC40 français cumulées[34].

Faute d'un écosystème européen offrant des portes de sorties satisfaisantes, avec des institutionnels prêts à investir massivement, les start-ups sont incitées à migrer outre-Atlantique, à l'image de Critéo. Elles y bénéficient d'un écosystème complet autour du Nasdaq, dont la capitalisation boursière est 3 fois supérieure à celle d'Euronext réunissant les bourses de Paris, Amsterdam, Lisbonne, Oslo et Bruxelles[35].

Comme l'exposent Bechetoille, Boujnah et Blard, faute de liquidité, « c'est tout l'écosystème [européen] qui se desséchera et finira par atrophier toute la chaîne de valeur, réduisant le financement des start-up et l'innovation qui l'accompagnent comme peau de chagrin »[36]. L'argument concerne à la fois le numérique, mais aussi les secteurs traditionnels. Disposer d'un accès aisé au marché du capital permet d'accélérer sa croissance interne ou externe, en disposant d'actions pouvant servir de monnaie d'échange pour racheter des entreprises complémentaires ou concurrentes.

A cela s'ajoute une difficulté pratique générée par la réglementation qui a découplé la recherche du courtage. La réglementation MiFID 2 a imposé une séparation de ces deux activités, en fragilisant l'analyse financière auparavant financée par les gains liés au courtage. Au lieu d'améliorer la qualité de l'information, en limitant les risques de conflits d'intérêts, cette réglementation a raréfié la production d'information, avec un recul du chiffre d'affaires dans l'analyse financière de 20 à 30 % en 2019[37]. Le volume d'information mis à disposition sur les petites et moyennes entreprises a chuté, ce qui limite leur accès à la Bourse[38]. Des ajustements ont été opérés au niveau européen, mais il est peu probable qu'ils permettent d'inverser la tendance en permettant de reconstituer rapidement la capacité d'analyse financière perdue par la place de Paris[39].

Casser la spirale vieillissement, prélèvements, chômage et déficits

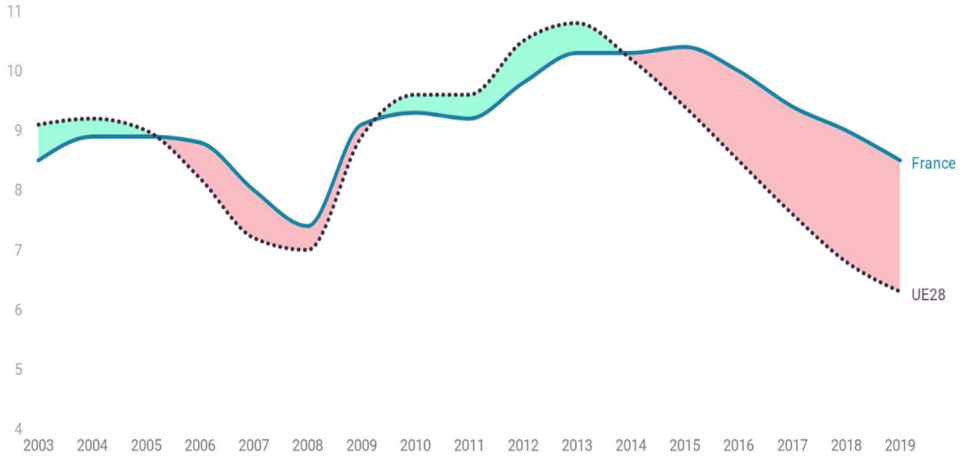
Une des conséquences du déclin économique dans les secteurs traditionnels et de la difficulté à financer le développement de l'innovation a été l'installation d'un chômage durable, touchant tout particulièrement les jeunes, avec 20 % de chômage en 2020 contre 8 % pour l'ensemble de la population[40].

Au niveau des territoires, l'affaiblissement du tissu industriel a exercé un effet démultiplicateur sur l'emploi local. Les suppressions d'emplois industriels ont entraîné des destructions d'emplois en ricochet dans les services à l'industrie et aux populations. France Stratégie considère que l'effet multiplicateur serait de l'ordre de 0,8 à 1,5 en France, un chiffrage comparable à ceux obtenus sur les données américaines.

Le chômage s'est installé en dépit des périodes de reprise économique. L'analyse comparée des taux de chômage français et européen montre que la France profite moins des phases de reprises que ses voisins et que l'écart s'est amplifié lors de la dernière phase d'embellie (Figure 7).

En 2019, avant même la crise sanitaire, le taux de chômage était encore à 8,4 % en France contre 6,7 % dans l'Union européenne, 5,4 % dans les pays de l'OCDE, 4,3 % dans les pays du G7 et 3,2 % en Allemagne (Tableau 3). La France comptait entre 500 000 et 1 500 000 chômeurs de trop, selon qu'on la compare à la moyenne européenne ou à l'Allemagne.

Figure 7 : Comparaison du taux de chômage en France et dans l'UE (en % de la population active)



Source : Eurostat, Chômage par sexe et âge - données annuelles [une_rt_a]

Tableau 3 : Chômage en trop en France en 2019

Zone de comparaison	en % de la population active	en miliers de personnes
vs Allemagne	5,2%	1 500
vs pays du G7	4,1%	1 200
vs OCDE	3,0%	900
vs Union européenne	1,7%	500

Source : Institut économique Molinari d'après OCDE, données cvs.
Lecture : en 2019 la France avait entre 1,7% (vs UE) et 5,2% (vs Allemagne) de chômeurs en trop, soit un sur-chômage entre 0,5 et 1,5 millions de personnes selon le point de comparaison

Dans un contexte de rareté de l'emploi hexagonal, on observe aussi une dépendance à l'emploi frontalier. Plus de 360 000 personnes résident en France et travaillent à l'étranger, alors que les habitants des pays limitrophes sont bien moins nombreux à venir travailler dans l'Hexagone (environ 10 000)[41]. En parallèle, la France compte 2,9 millions d'expatriés, un chiffre équivalent à celui des Etats-Unis 5 fois plus peuplés[42].

Une abondante littérature montre que ce chômage est la conséquence de nos choix de politique publique. L'économie française souffre d'un problème compétitivité-prix, avec une combinaison des prélèvements obligatoires très significatifs et mal conçus (avec des impôts de production déconnectés de la capacité contributive des entreprises) et des choix anti productifs (35 heures, retraite à 60 ans, sous-développement des capitalisations collectives…).

Le manque d'anticipation face aux conséquences financières du vieillissement sur les finances publiques et la compétitivité est aussi en cause.

Avec la baisse de la natalité et le départ à la retraite issue du baby-boom, l'équilibre des retraites par répartition a été bouleversé. En 1959, on comptait 0,24 retraité par actif, chiffre qui a triplé pour atteindre 0,73 retraité par actif en 2018 pour le régime général[43]. Corolaire, les dépenses de retraites par ont triplé. Elles représentent 14,9 % du PIB en 2018, contre 5,1 % du PIB en 1959.

Alors que les retraites mobilisaient 13 % de dépenses publiques représentant 40 % du PIB en 1959, elles absorbaient 27 % des dépenses publiques représentant 56 % du PIB en 2018. La charge liée au versement des pensions a progressé bien plus vite que les autres dépenses publiques (Tableau 4). Elle explique 61 % de la progression des dépenses de 1959 à 2018 et, indirectement, notre incapacité à résorber le chômage et les déficits publics.

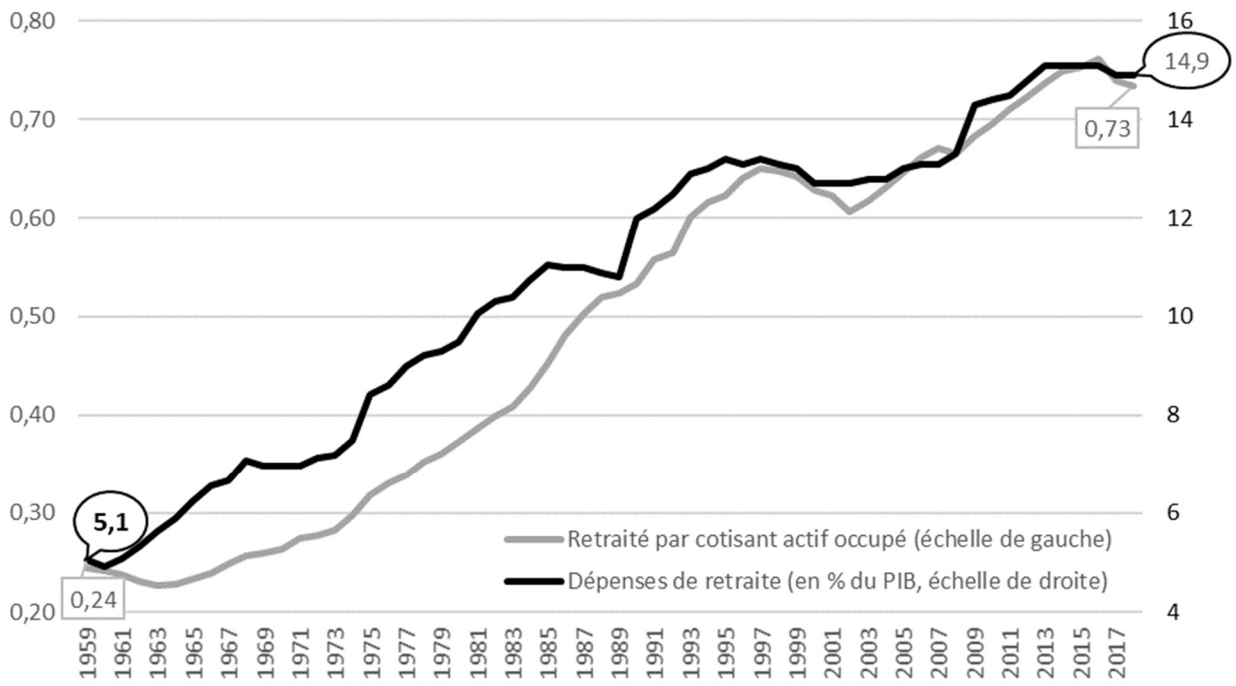
Sur cette période, le chômage a été multiplié par 6 et les comptes publics ont cessé d'être excédentaires. Même en période d'embellie, nous ne sommes plus jamais capables de retrouver l'équilibre, ce qui confirme l'importance d'une réforme structurelle[44].

Tableau 4 : Evolution des dépenses publiques retraite ou autres de 1959 à 2018

Evolution 2018 vs 1959	Progression en %	Progression en points de PIB	Ventilation de la progression
Dépenses de retraite (en % du PIB)	195%	10	61%
Dépenses publiques hors retraites (en % du PIB)	18%	6	39%
Dépenses publiques (en % du PIB)	**41%**	**16**	**100%**

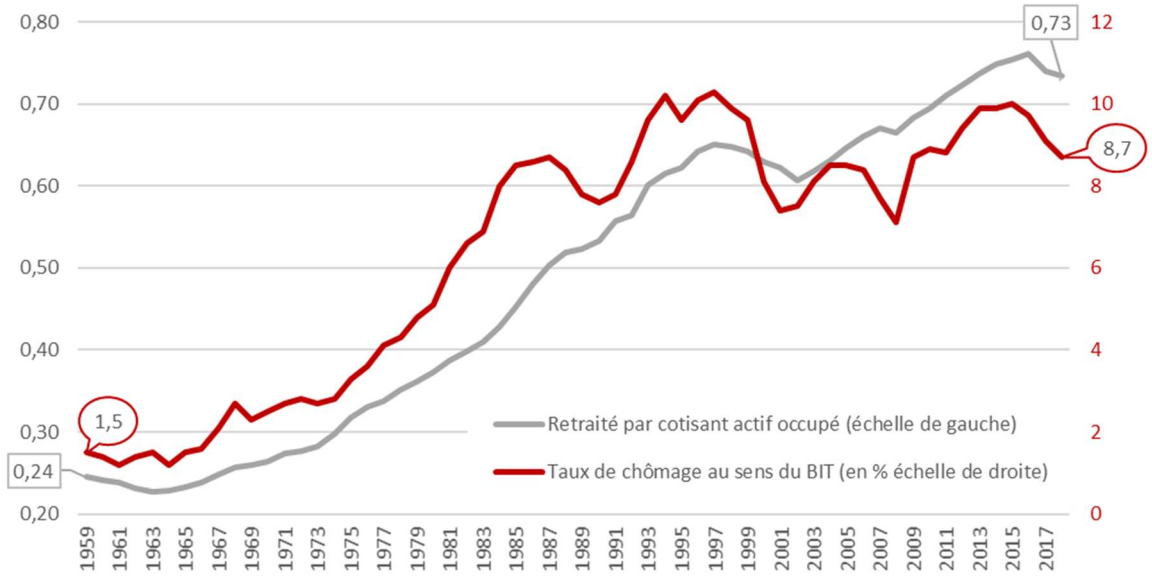
Sources : dépenses publiques INSEE ; dépenses de retraites DREES-CPS jusqu'en 1989 puis Eurostat [série Pensions spr_exp_pens] ; les données Eurostat intègrent toutes les prestations viellesse et survivants au sens des comptes nationaux. Elles sont plus exhaustives que les données DREES-CPS donnant des résultats légèrement différents[45].

Figure 8 : Evolution du nombre de retraités par cotisant actif occupé et des dépenses de retraite (% du PIB)



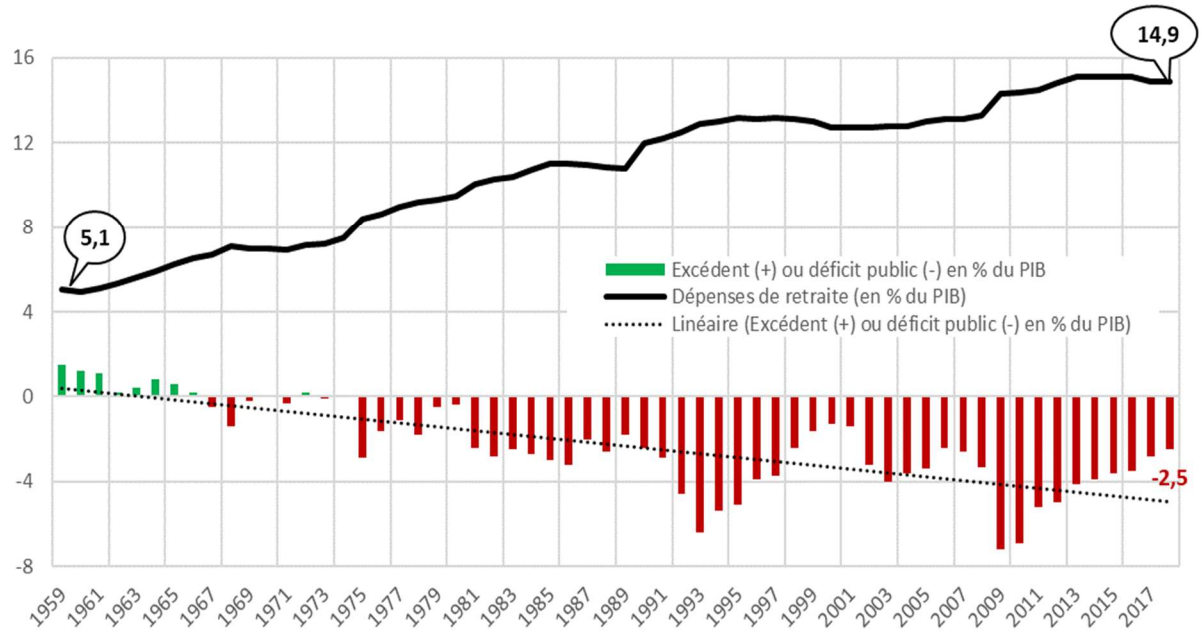
Source : Ratio de dépendance CNAV et Dépenses de retraite DREES-CPS jusqu'en 1989 puis Eurostat.

Figure 9 : Evolution du nombre de retraités pour un cotisant actif occupé et du chômage (au sens du BIT)



Source : Ratio de dépendance CNAV et Taux de chômage INSEE (Annuaire rétrospectif de la France 1948-1988 puis T302).

Figure 10 : Evolution depuis 1959 des dépenses de retraite et des déficits publics (% du PIB)



Source : Dépenses de retraite DREES-CPS jusqu'en 1989 puis Eurostat et INSEE
pour le Déficit des administrations publiques au sens de Maastricht (série 3.106)

Jusqu'à présent ce chômage massif et les déficits publics sont relativement bien acceptés par la population, pour des raisons parfaitement explicitées par Denis Olivennes depuis 25 ans[46]. Ils ne sont pas perçus comme des problèmes pour la société française qui, au niveau global, les voit plus comme des solutions. C'est le prix que nous acceptons de payer collectivement pour faire, à ce stade, le minimum de changements à nos modes de vie.

D'un point de vue économique, l'enjeu est d'arriver à casser cette spirale qui s'auto-alimente et conduit nécessairement au déclassement. Difficulté supplémentaire, nous sommes relativement isolés dans cette démarche. Nous ne sommes pas dans une situation où les enjeux sont synchronisés avec nos voisins, comme dans les années 1980 lorsqu'il s'agissait ici et là de casser de part et d'autre la boucle prix-salaires. Les grands Etats sociaux-démocrates, tels la Suède ou l'Allemagne, ont déjà fait cette mutation il y a des années, en réformant leur système social et leur marché du travail, ce qui nous laisse isolés.

5. CREER UNE CAPITALISATION COLLECTIVE POUR TOUS LES SALARIES

Comment faire pour distribuer des retraites conséquentes sans nuire au développement économique et en sortant du jeu à somme nulle actuel ? La question est centrale. Et tous les pays ne sont pas égaux en la matière. Rares sont ceux qui ont fait le choix, comme la France, de financer quasi exclusivement leurs retraites par répartition. Les systèmes de retraite robustes concilient répartition et capitalisation. Nombre de pays ont fait le choix d'un système mixte, en combinant répartition et capitalisation collective.

Comment introduire une dose plus significative de capitalisation permettant de préserver le pouvoir d'achat et la compétitivité ? Si une abondante littérature souligne que la capitalisation est plus rentable que la répartition, certains travaux mettent en exergue les difficultés à faire monter en puissance la capitalisation. Pour autant, plusieurs expériences françaises (fonctionnaires, pharmaciens) montrent qu'il est possible de mettre en place des capitalisations collectives pour alléger le coût de financement des retraites. Les chiffrages réalisés dans le cadre de ce travail montrent qu'il est à possible et souhaitable de faire de même pour tous les salariés du privé, en s'inspirant du fonds de pension des fonctionnaire (ERAFP).

Augmenter le rapport qualité/prix retraite en capitalisant plus

La capitalisation est devenue depuis plusieurs décennies un mode économique de financement des retraites. Elle permet de s'appuyer sur les performances des marchés financiers, qui bonifient les cotisations issues des prélèvements obligatoires. Avec une même quantité de prélèvements obligatoire identique, la capitalisation génère bien plus de retraites que la répartition. Capitaliser permet d'économiser les prélèvements obligatoires, en améliorant le rapport qualité/prix des prestations publiques.

Si d'un point de vue théorique, le rendement « implicite » peut être égal à celui de la capitalisation dans certaines circonstances[47], la réalité est différente depuis plusieurs décennies. Un très grand nombre de travaux soulignent que la rentabilité des placements financiers a été supérieure au développement de l'économie, indiquant ainsi que le choix tout répartition ne rapporte pas autant.

Georges Gallais-Hamonno et Pedro Arbulu ont montré que ce fut le cas sur la 2ème moitié du XXème siècle en France. Leurs travaux attestent que le rendement réel d'un placement actions sur la très longue période (6,9 % par an en France entre 1950 et 1992) a été sensiblement supérieur au taux de croissance de l'économie (3,6 % sur la même période)[48], ce qui montre l'intérêt de la capitalisation. On trouvait des résultats du même ordre en Allemagne[49] et dans tous les pays de l'OCDE selon E. Philip Davis, avec un différentiel de 4 à 5 points entre le rendement des marchés actions et la croissance des revenus réels entre 1967 et 1990 et un ratio de 3 à 1[50]. L'Autorité des marchés financiers français atteste aussi de rendements des marchés actions significatifs, rendements qui dépassent de 2 à 3 fois la croissance moyenne dans les grands pays développés[51]. De même, un travail récent de Bouhakkou, Coën et Folus attestent d'un différentiel de 5 points entre le rendement des marchés actions et la répartition entre 1977et 2016, avec un ratio de 3 à 1 (Tableau 5).

Tableau 5 : Rendements réels des actions et implicites de la répartition entre 1917 et 2016 (net d'inflation)

	1917-2016		1947-2016		1977-2016	
	actions	répartition	actions	répartition	actions	répartition
Allemagne	2,4%	1,0%	9,7%	4,3%	10,8%	1,7%
Australie	7,2%	3,2%	5,5%	3,7%	7,0%	2,8%
Canada	5,5%	3,5%	5,6%	3,6%	6,1%	2,2%
Etats-Unis	5,9%	2,9%	6,7%	2,8%	6,4%	2,0%
France	2,6%	1,5%	5,3%	3,1%	7,8%	1,9%
Grande-Bretagne	5,4%	2,2%	5,4%	2,1%	7,3%	1,9%
Japon	3,7%	0,5%	5,5%	3,5%	4,0%	1,6%
Suède	5,5%	2,9%	7,8%	3,1%	10,6%	2,4%
Moyenne	**4,8%**	**2,2%**	**6,4%**	**3,3%**	**7,5%**	**2,1%**

Source : BOUHAKKOU Léa, COËN Alain et FOLUS Didier (2019), « A portfolio approach to the optimal mix of funded and unfunded pensions», *Applied Economics*, DOI:10.1080/00036846.2019.1678728. La moyenne a été ajoutée par l'IEM.

Enfin, nos chiffrages à partir d'une note de Natixis sur le différentiel des rendements des répartitions et capitalisations sur la période 1982-2019 montrent un écart significatif en faveur de la capitalisation (Zoom 1 page 31).

Un nombre significatif d'économistes considèrent que cette tendance devrait être durable. En 1997, Olivier Davanne et Thierry Pujol tablaient sur une croissance à long terme avoisinant les 2 %, contre 4 à 6 % pour une estimation « raisonnable » du rendement à long terme d'un capital diversifié[52] et soulignaient l'importance de la taxation implicite que représentait la répartition (Zoom 2 page 32). Olivier Davanne réitérait ses conclusions l'année suivante dans un rapport du Conseil d'analyse économique[53] puis en 1999, considérant que « même avec des scénarios extrêmes … le rendement du capital semble devoir rester sensiblement supérieur au taux de croissance de l'économie »[54]. Même vision chez Jean-Hervé Lorenzi selon qui « pour avoir un même niveau de prestations à un moment donné, la retraite par capitalisation est moins coûteuse, toutes choses égales par ailleurs, puisqu'elle est plus rentable et nécessite donc un plus faible niveau de 'mise' initiale »[55].

Dans un ouvrage à succès de 2013, Thomas Piketty apporte des éléments allant dans ce sens. Selon lui, le Taux de rémunération du capital (r) serait historiquement stable et supérieur à la croissance (g). Selon lui « Tout laisse à penser que le taux de rendement moyen du capital va se situer au cours du XXI^{ème} siècle nettement au-dessus du taux de croissance économique (environ 4 %-4,5 % pour le premier, à peine 1,5 % pour le second) »[56]. Dans ces conditions, comme l'exposait Didier Blanchet en 1998, la conclusion devrait pencher « en faveur de la capitalisation si le rendement du capital est supérieur au taux de croissance ($r > g$) »[57]. La capitalisation devrait être bien plus intéressante que la répartition (Tableau 6 page 31), même si Piketty ne va pas jusque-là pour des raisons qui lui sont propres[58].

Tableau 6 : Projection des différentiels de rendement entre répartition et capitalisation selon les r et g retenus par Piketty

Comparaison du rendement d'une cotisation identique en répartition et capitalisation	Cotisé sur la période (2020-2062)	Résultat répartition (€)	Résultat capitalisation (€)	Résultat capitalisation (en % répartition)
paramètres du calcul				
rendements nets d'inflation selon Piketty		1,5%	4,25%	
durée de placement		42 ans	42 ans	
résultats des auteurs sur la base des paramètres de Piketty				
Versement régulier non réévalué	42,0 €	56,9 €	110,6 €	**194%**
Versement régulier réévalué de 1,27% an (progression moyenne)	54,8 €	72,2 €	134,1 €	**186%**
Versement régulier réévalué de 2,54% an (double de la moyenne)	72,7 €	93,3 €	165,5 €	**177%**

Source : calculs IEM à partir du taux de rendement de la répartition (g) et du capital (r) projetés par Piketty.

Zoom 1 : Quel différentiel de rendement entre répartition et capitalisation en France entre 1982 et 2019

Dans une note de janvier 2020 intitulée « Quelle serait la situation des retraités s'ils avaient eu des fonds de pension depuis le début des années 1980 ? », l'équipe de recherche économique de Natixis a cherché à comparer les rendements de la capitalisation et de la répartition depuis 1982.

Ses auteurs ont estimé le rendement moyen de la répartition à partir du taux de croissance moyen du PIB en volume sur la période (1,8 % par an). Ils l'ont comparé avec le rendement d'une capitalisation investie à parts égales entre actions (CAC40, dividendes réinvestis) et obligations.

Rendement capitalisation	Rendement brut	Rendement net d'inflation
Actions (CAC40 dividendes réinvestis)	14,19%	11,42%
Obligations (d'Etat à 10 ans)	8,76%	6,12%
Portefeuille 50/50	**11,48%**	**8,77%**

Source : Natixis

Les calculs de Natixis montrent qu'un euro de cotisation retraite investi en 1982 fournit en 2019 une richesse de retraite de 1,9 euro en répartition ou 21,9 euros en capitalisation, avec un fonds de pension investi à 50 % en actions et 50 % en obligations. Cela représente un différentiel de 1 à 11 en faveur de la capitalisation.

Cet écart ne permet pas d'en déduire qu'il eut été 11 fois plus intéressant de capitaliser. En effet, cet ordre de grandeur est représentatif d'un versement ponctuel, en début de carrière. Mais en pratique, la retraite se prépare au fil de l'eau, durant toute une carrière.

Aussi, nous avons réitéré le calcul de Natixis dans le cadre de versements réguliers entre 1982 et 2019.

Cela donne un différentiel de 1 à 5 ou 1 à 4 en faveur de la capitalisation, selon l'hypothèse de croissance des salaires utilisée pour réévaluer les versements annuels.

Dans le milieu de fourchette, représentatif du salarié moyen[59], la cotisation en capitalisation aurait été 4,6 fois plus efficace qu'une cotisation identique en répartition si l'on retient les taux de rendements employés par Natixis.

Comparaison du rendement d'une cotisation identique en répartition et capitalisation	Cotisé sur la période (1982-2019)	Résultat répartition (€)	Résultat capitalisation (€)	Résultat capitalisation (en % répartition)
paramètres du calcul				
rendements nets d'inflation		1,8%	8,7%	
durée de placement		37 ans	37 ans	
résultats de Natixis				
Versement ponctuel (calcul de Natixis)	1,0 €	1,9 €	21,9 €	**1132%**
résultats des auteurs sur la base des paramètres de Natixis				
Versement régulier non réévalué	37,0 €	52,9 €	265,6 €	**502%**
Versement régulier réévalué de 1,27% an (progression moyenne)	46,9 €	65,3 €	302,0 €	**463%**
Versement régulier réévalué de 2,54% an (double de la moyenne)	60,3 €	81,8 €	347,3 €	**424%**

Source : Institut économique Molinari d'après Natixis.

Zoom 2 : La répartition : une taxe « pure » ou « implicite » de 50 à 70 %

Comment se comparent les rendements de la répartition et de la capitalisation ? Pour répondre à cette question, le concept de taxation « pure » ou « implicite » est utile. Il repose sur une comparaison entre le rendement de la répartition et celui de la capitalisation. A prestation égale, la capitalisation permet au futur retraité de cotiser moins qu'en répartition pure puisque les versements produiront des intérêts permettant de bonifier les retraites. Le différentiel entre les cotisations obligatoires en répartition et celles, moindres, qui auraient été nécessaires pour constituer une retraite identique en capitalisation constitue une « taxe pure » parfois qualifiée d'« implicite ».

Dans un article de 1997, Olivier Davanne et Thierry Pujol ont établi 3 scénarios[60]. Dans le bas de la fourchette proposée, le « rendement implicite » de la répartition serait de 2 % et le rendement du capital de 4 %. Cela conduit les auteurs à considérer dans ce cas, la moitié des cotisations versées en répartition comme une taxe « pure » ou « implicite ». Un individu capitalisant à 4 % pourrait se constituer une retraite du même montant avec des versements quasiment deux fois moindres. Dans le haut de la fourchette, avec un différentiel de rendement du capital de 4 points entre la répartition (2 %) et la capitalisation (6 %), la taxation pure suscitée par la répartition serait de l'ordre des 70 %.

Taux d'épargne implicite ou explicite nécessaire à la constitution d'une retraite selon le rendement

Rendement (en%)	Répartition à 2%	Capitalisation à 4%	Capitalisation à 6%
Salariés à carrière lente*	**25,1**	**13,4**	**7,1**
- hommes	21,6	11,6	6,2
- femmes	28,5	15,1	8,0
Salariés à carrière rapide*	**33,0**	**18,3**	**10,0**
- hommes	28,7	16,0	8,8
- femmes	37,3	20,5	11,2

Hypothèses : « rendement implicite » de la répartition de 2 % et rendement de la capitalisation de 4 % ou 6 %.
Le taux de cotisation ou d'épargne correspond à la part des revenus permettant la constitution d'une retraite égale à 80 % du salaire net moyen des 25 dernières années. *Moyenne hommes-femmes non pondérée.

Réduire la dépendance à la répartition en s'inspirant des capitalisations collectives françaises

Le design particulier du système de retraite français génère une dissonance entre des aspirations généreuses et une réalité plus prosaïque. Accordant une place prépondérante à la répartition, notre système de retraite est censé être plus solidaire que ceux de nos voisins, combinant répartition et capitalisation. Dans les faits, c'est l'inverse qui s'organise, avec des retraites à deux vitesses.

Selon les chiffres de la DREES, la répartition représentait 96 % des cotisations et 98 % des pensions françaises en 2019. Les dispositifs complémentaires d'épargne retraite attiraient 4 % des cotisations et versaient 2 % des prestations[61]. Le décalage entre ces chiffres s'explique par leur montée en puissance, lente et progressive, l'épargne des actifs ne produisant des effets qu'à leur retraite.

Officiellement, le recours à la capitalisation pour tous n'est ni souhaitable ni possible.

La répartition, redistribuant immédiatement une partie du revenu des actifs au profit des retraités, continue d'être perçue comme un gage de solidarité et de cohésion sociale. La réalité est progressivement devenue différente. Au gré de la baisse de la natalité, des tensions sont apparues. La croissance s'est ralentie, le poids des retraites dans le PIB a augmenté et les déficits sont devenus systématiques depuis 1974. Les pensions sont moins bien revalorisées que par le passé et la confiance dans le système de retraite s'est érodée[62].

L'existence de capitalisations collectives est souvent occultée, qu'il s'agisse de l'ERAFP ouvert à tous les fonctionnaires, des régimes du Sénat, de la Banque de France ou des pharmaciens. Pourtant ces dispositifs sont doublement intéressants.

D'une part, ils permettent de desserrer la contrainte financière pesant sur l'économie et les régimes de retraites par répartition, avec des rendements particulièrement intéressants du fait de leur caractère collectif. Ils génèrent de l'ordre de 2 milliards d'euros par an de dividendes et plus-values sans faire appel aux prélèvements obligatoires.

D'autre part, ils ont l'immense avantage d'être cogérés avec les partenaires sociaux, ce qui contribue à développer une culture d'association ou de participation, cherchant à concilier les intérêts des salariés et des capitalistes, au lieu de développer les antagonismes.

Tableau 7 : Principales structures pratiquant la capitalisation collective en France

Structure	Capitaux placés en milliards d'euros à fin 2019
Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP)	37,5
Caisse de réserve des employés de la Banque de France (CRE)	11,8
Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP)	7,4
Caisse des retraites du personnel du Sénat (CRPS)	0,8
Caisse des retraites des anciens sénateurs (CRAS)	0,6
Ensemble	**58,0**

Source : Institut économique Molinari d'après ERAFP, Sénat, Banque de France, CAVP à fin 2019.

En dépit de ces réussites, une grande partie des décideurs publics reste sur l'idée que les Français seraient contre un recours accru à la capitalisation collective. Beaucoup se souviennent de l'échec cuisant de la loi Thomas. Cette tentative d'instaurer des fonds de pension à la française était restée

lettre morte, l'alternance de 1997 ayant conduit à l'abandon de ce texte sans qu'il ne soit jamais entré en vigueur.

Cette absence de capitalisation collective pour tous pose-t-elle problème ? Certains en doutent. Après tout, les Français s'organisent depuis des décennies, sur des bases individuelles, avec leur entreprise voire avec leur profession. Dès 1962, les pharmaciens ont introduit une dose de capitalisation facultative. Ils ont été imités rapidement par le public. En 1964, quatre syndicats ont décidé de créer la Caisse nationale de prévoyance de la fonction publique (Préfon), ouverte aux fonctionnaires souhaitant constituer un complément retraite par capitalisation. En 1994, les professions libérales obtiennent la création des contrats Madelin. En 2003, la loi Fillon crée les Plans d'épargne retraite populaires (PERP), ouverts à tous. Les entreprises, voire les professions ont fait de même, avec le développement des articles 83 ou des PERCO. La loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (loi PACTE) a harmonisé les produits existants pour leur procurer une nouvelle jeunesse.

Tableau 8 : Classement des capitalisations françaises selon leur assise et logique

Assise et logique	Capitalisation facultative	Capitalisation obligatoire
Professionnelle	Préfon, CRH (public) Madelin (privé)	ERAFP (public) CAVP (pharmaciens du privé)
Entreprise ou employeur	Nouveau Plan Epargne Retraite (ex Article 83, PERCO…)	Sénat, Banque de France (public)
Individuelle	Nouveau Plan Epargne Retraite (ex PERP…)	Néant

Source : Institut économique Molinari

Par ailleurs, les Français épargnent aussi bien au-delà des dispositifs dédiés spécifiquement à la retraite. Leur taux d'épargne figure parmi les taux d'épargne les plus élevés en 2019, avec 14,6 % du revenu disponible mis de côté, la 4ème position dans l'UE[63]. Certes, une grande partie de cette épargne correspond à de l'investissement et des remboursements de crédits immobiliers, mais il s'agit là d'un excellent placement retraite. Être propriétaire de sa résidence, c'est l'assurance de disposer d'un toit pour ses vieux jours, et d'une charge en moins au moment où le pouvoir d'achat baissera. C'est aussi un actif patrimonial qui pourra être cédé, sans être trop pénalisé par la fiscalité sur les plus-values s'agissant d'une résidence principale.

Pour autant, ces épargnes ne couvrent pas tout le monde, loin de là. Elles laissent de côté une grande partie de personnes, ce qui génère des systèmes à deux vitesses, à l'instar de ce qu'on observait aux Etats-Unis avant l'instauration d'une assurance maladie universelle sous Obama.

Etrangement, notre façon de faire, accordant la primauté à la répartition et reléguant la capitalisation aux choix individuels, est souvent présentée comme égalitaire. Dans les faits, elle génère mécaniquement une fracture entre les individus, selon qu'ils bénéficient ou non de l'épargne retraite. Les uns bénéficient à la fois de revenus du travail et du capital, au titre des retraites par répartition et de leur capitalisation. Les autres dépendent exclusivement des revenus du travail, avec la répartition, et des transferts redistributifs.

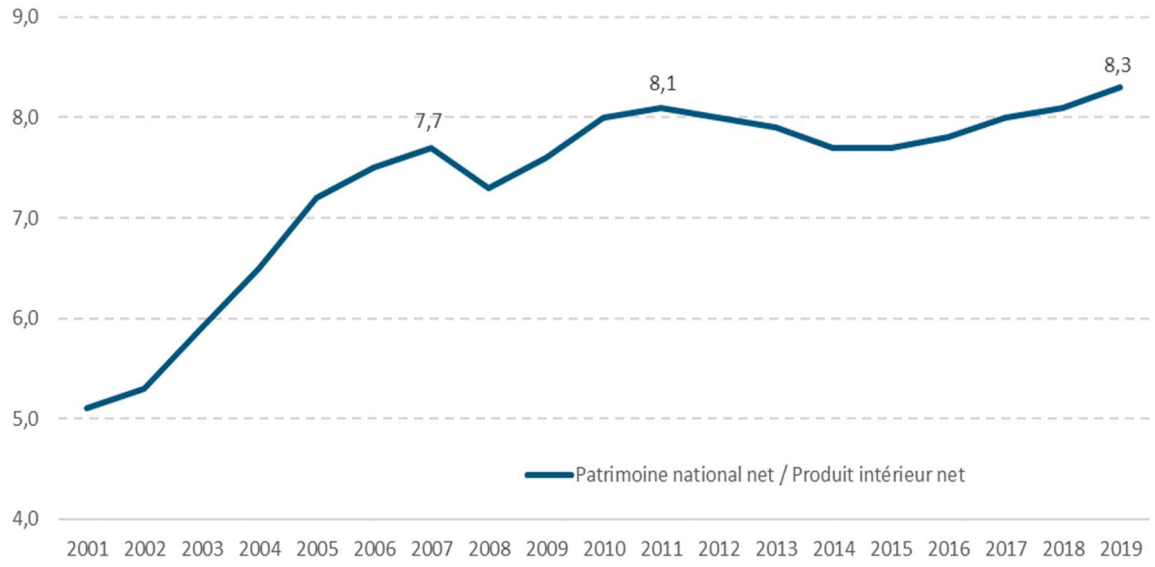
Surtout, l'absence de fonds de pension pour tous génère un manque-à-gagner très significatif pour la collectivité. Il est de l'ordre 2,6 points de PIB par an par rapport à la moyenne de l'OCDE[64], soit 60 milliards d'euro par an, soit 19 % des retraites distribuées ou 3 750 euros par retraité chaque année.

Si l'on se compare avec les plus prévoyants de l'UE (Danemark, Pays-Bas, Suède), c'est même 136 milliards d'euros qui manquent chaque année, soit 42 % des retraites distribuées ou 8 400 euros par retraité.

Cette impasse française conduit à une fiscalité nuisant à l'attractivité et une moindre revalorisation des retraites. Elle explique l'incapacité française à résorber le chômage et à renouer avec les excédents publics en période de reprise, à l'opposé de ce qu'on constate chez nos voisins.

Certains pensent que le manque-à-gagner lié au sous-développement de la capitalisation et les inégalités consécutives à sa couverture lacunaire peuvent être corrigés par la fiscalité. Un pan important de la littérature montre que c'est peu probable. La fiscalité sur l'épargne et le patrimoine, loin d'être la panacée, est une solution partielle et contreproductive[65]. D'une part, son champ ne couvre que les acteurs nationaux ou les entreprises ayant une présence physique en France. Contrairement à la capitalisation, la fiscalité sur le capital ne permet pas de tirer parti du développement des autres économies. D'autre part, l'expérience montre que la fiscalité limite la création ou le renouvellement du capital, ce qui se retourne contre l'économie française et les retraites par répartition. Le capital est mis à contribution par l'inflation, la politique de taux bas, et la fiscalité qui entament significativement ses performances. Le fiscaliser encore plus, c'est courir le risque que le stock de capital se détériore, les agents économiques étant incités à moins investir ou à investir ailleurs. On observe d'ailleurs qu'il stagne autour de 8 ans de produit intérieur net au pic des cycles économiques (Figure 11). Cela peut paraitre confortable mais ce stock de capital intègre des composantes ayant une rentabilité faible (immobilisations, terrains…), tandis que les dettes implicites des régimes de retraite par répartition représentent par ailleurs 4,5 années de PIB[66].

Figure 11 : Evolution du stock patrimonial national français



Source : Insee et Banque de France, comptes nationaux base 2014.
Lecture : fin 2019, le patrimoine national net représente l'équivalent de 8,3 années de produit intérieur net.

Zoom 3 : Un enjeu au-delà des clivages politiques

En France, il est fréquent de présenter la capitalisation comme connotée politiquement. Pourtant, un siècle et demi de débats montre qu'il s'agit d'un sujet trans-partisan.

C'est la loi du 11 février 1994, dite Loi Madelin, qui a permis aux travailleurs non-salariés non agricoles (TNS) de bénéficier de compléments de pensions de retraite par capitalisation. C'était la loi du 25 mars 1997, dite Loi Thomas, qui proposait de créer les plans d'épargne retraite. C'est aussi la loi du 21 août 2003, dite Loi Fillon, qui a instauré le Plan d'épargne retraite populaire (PERP), le Plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO) ou l'Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP). Tous ces textes ont été portés par des hommes politique de la même obédience. Pour autant, en déduire que la capitalisation serait intrinsèquement libérale ou conservatrice est réducteur.

Ces plans d'épargne retraite ont comme ancêtres des dispositifs créés par des syndicats ou des mutuelles de fonctionnaires, la Caisse nationale de prévoyance de la fonction publique (Préfon) et le Complément retraite de la fonction publique (Cref). La Préfon a été créée en 1964 par la CFDT, la CFTC, la CGC et FO et fédère aujourd'hui 400 000 affiliés[67]. Le Cref, mis en place par la Mutuelle retraite de la fonction publique en 1949, n'a, en revanche, pas survécu du fait du manque de rigueur dans sa gestion. Alors qu'il « aurait dû fonctionner intégralement par capitalisation, le régime fonctionnait à 60 % par répartition et n'était pas correctement provisionné »[68]. Sa base de cotisants s'érodait, tandis que le nombre de pensionnés ne cessait de croître. En dépit de l'octroi d'avantages fiscaux en 1992 par René Teulade, il n'a pas réussi à préserver son équilibre financier dans un contexte de vieillissement. D'où une fin peu glorieuse avec une diminution de 30 à 35 % des rentes servies aux 110 000 anciens sociétaires du CREF.

Si l'on remonte encore plus loin, on observe là encore que la capitalisation n'était pas défendue par les seuls libéraux ou conservateurs. En 1910, Jean Jaurès, l'unificateur du mouvement socialiste, faisait sa promotion, en insistant sur le potentiel d'émancipation qu'elle représentait pour la classe ouvrière. Il constatait que « s'est développée en France une tendance marquée vers la capitalisation qui d'ailleurs en soi est parfaitement acceptable et peut même, bien maniée, par un prolétariat organisé et clairvoyant, servir très substantiellement la classe ouvrière »[69]. Il soulignait que la capitalisation permettrait d'améliorer la situation des ouvriers : « quand une partie du capital est possédée par la classe ouvrière, quand cette portion du capital porte intérêt au compte des ouvriers, la classe ouvrière, dans la mesure de ce capital, est à la fois capitaliste et salariée ; elle reçoit tout le produit social qui résulte de la mise en œuvre de ce capital par le travail ouvrier »[70].

A l'opposé, une partie de la CGT des années 1910 était hostile à la retraite par capitalisation, craignant qu'elle ne légitime le capitalisme. On retrouvait cette hostilité à la capitalisation, pour des raisons opposées, chez des économistes libéraux craignant que la capitalisation permette à l'Etat d'accroître sa mainmise sur l'économie[71].

Si Jaurès avait été écouté, le financement des retraites serait aujourd'hui moins problématique et les syndicats seraient bien plus puissants. Malheureusement, il a fallu attendre le début des années 2000 pour que les syndicats français redécouvrent l'importance de l'épargne collective, avec la création en 2002 du Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES) par la CFDT, la CFE-CGC, la CFTC et la CGT. Ailleurs, la capitalisation est restée non-partisane dans nombre de pays. Par exemple, c'est une majorité travailliste qui l'a rendue obligatoire en Australie dès 1991, avec le soutien des syndicats[72].

Si l'on remonte encore plus loin, dans la deuxième moitié du XIX^{ème} siècle, on retrouve une situation du même ordre avec des défenseurs et détracteurs de la capitalisation dans tous les camps. Un nombre significatif d'économistes soulignait les dangers liés à la budgétisation des pensions des fonctionnaires mise en place dès 1853[73]. Dans les années 1870, des projets de retour à la capitalisation dans la fonction publique ont notamment été proposés par les ministres des Finances Pierre Mathieu-Bodet ou Léon Say, d'obédience libérale[74]. Pour autant, les libéraux n'étaient pas tous en faveur de la capitalisation. Certains craignaient qu'elle ne conduise à une socialisation de l'économie.

In fine, les pouvoirs publics ne sont jamais revenus sur la suppression des caisses de retraites des fonctionnaires. La budgétisation des pensions est restée la norme depuis 1853, ouvrant la voie aux déséquilibres des finances publiques que l'on connait. Des retraites à deux vitesses se sont mises en place avec, d'une part, un financement par le budget dans le public et, d'autre part, la répartition dans le privé.

S'inspirer de ce qui fonctionne dans le secteur public avec l'ERAFP

Instauré par la Loi Fillon de 2003 portant réforme des retraites, l'Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) est opérationnel depuis le 1er janvier 2005.

Sa gouvernance, paritaire, associe les représentants des employeurs de la fonction publique d'Etat, territoriale (maires, départements, régions) et hospitalière, comme les représentants des bénéficiaires cotisants (CGT, CFDT, FO, UNSA, FSU, Solidaires, FA-FP, CFE-CGC).

C'est un régime en capitalisation par points[75], institué au bénéfice des fonctionnaires (titulaires et stagiaires) de l'Etat (civils et militaires), territoriaux et hospitaliers, ainsi que des magistrats. Il concerne environ 4,5 millions d'agents : 45 % de fonctionnaires d'Etat, 32 % de fonctionnaires territoriaux, 19 % de fonctionnaires hospitaliers, et 4 % d'autres statuts. Il permet le versement d'une prestation additionnelle de retraite complétant la pension principale.

Les 43 000 employeurs publics déclarent les cotisations de leurs agents. L'assiette des cotisations est constituée par les primes ou rémunérations accessoires, dans la limite de 20 % du traitement indiciaire brut perçu par le fonctionnaire au cours d'une année civile. Les cotisations sont réparties à parts égales entre l'employeur (5 %) et l'agent (5 %). L'employeur cotise donc au maximum à hauteur de 1 % des traitements bruts et les bénéficiaires font de même. Ces sommes sont ensuite transformées en points qui, multipliés par la valeur de service du point, donnent le montant de la prestation perçue par l'agent.

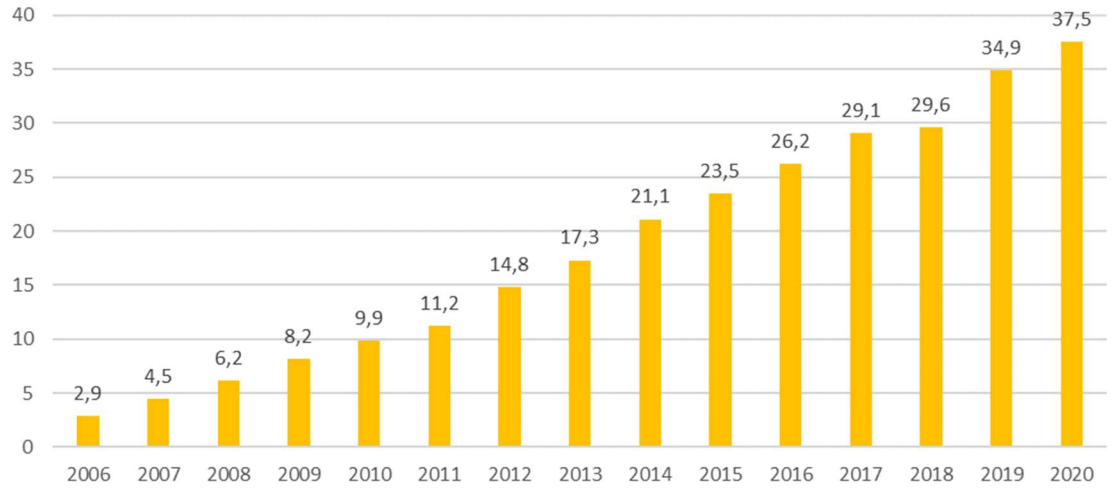
L'ERAFP fonctionne en capitalisation, à l'instar des caisses de retraites des ministères que l'Etat avait supprimé en 1853[73]. Ce fonds de pension catégoriel, destiné à distribuer des prestations retraites provisionnées, place les capitaux collectés sur les marchés.

La duration des engagements financiers est d'environ 20 ans, ce qui permet à l'établissement de se comporter en investisseur à long terme. Son allocation d'actifs est composée d'un point de vue réglementaire d'au minimum 40 % d'actifs obligataires et d'au maximum 45 % d'actions et d'actifs non cotés et de 15% d'immobilier. Au 31 décembre 2020, les obligations représentaient 52 %, les actions et assimilés 35 % et l'immobilier 12 %. Sur les cinq dernières années la part des obligations publiques a été significativement réduite (de 45 % en 2015 à 25 % en 2020) au profit de l'immobilier (+7 points), des obligations privées (+6 points), des actions (+5 points), du capital investissement et infrastructures (+2 points). L'essentiel des investissements était localisé en France (44 %), le reste étant séparé entre les autres pays de la zone euro (33 %) ou du monde (23 %).

Les frais sont très compétitifs. En 2020, les coûts générés par la gestion représentaient 0,11 % de l'actif net du régime au titre des coûts liés à la gestion (collecte des versements, versement des prestations, système d'information, frais liés à la gestion des mandats), hors frais liés aux fonds dédiés[76]. La gestion de ces derniers est déléguée à des gestionnaires d'actifs sélectionnés par des appels d'offres, ce qui réduit d'autant les frais de gestion.

L'ERAFP a encaissé 1,9 milliards de cotisations l'an passé. Il dispose fin 2020 d'un actif net en valeur économique de 37,5 milliards d'euros. Le taux de rendement interne du portefeuille est de 5,4 % par an du début de la gestion, en 2006, à 2020[77]. Depuis sa création l'établissement a fait gagner de l'ordre de 15 milliards d'euros à la collectivité grâce à ses placements[78].

Figure 12 : Actif net en valeur économique depuis la création de l'ERAFP (en milliard d'euros)



Source : ERAFP

S'inspirer de ce qui fonctionne pour les professions libérales, l'exemple des pharmaciens

Créée en 1948, la Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP) compte environ 60 000 affiliés : près de 30 000 pharmaciens actifs versent des cotisations tandis que près de 22 000 pharmaciens retraités et 6 000 ayants droit perçoivent des allocations.

Elle gère un régime de retraite de base[79], un régime complémentaire par répartition et par capitalisation ainsi qu'un régime de prestations complémentaires de vieillesse pour les biologistes médicaux conventionnés.

Comme le souligne la Cour des comptes dans son rapport de septembre 2013, *Les retraites des professions libérales,* le régime complémentaire des pharmaciens présente « la singularité de comporter une part de capitalisation obligatoire : quelle que soit la tranche, une fraction de la cotisation est affectée à une gestion en capitalisation »[80].

Dès 1962, les administrateurs élus de la Caisse ont fait le choix de mettre en place ce financement mixte répartition/capitalisation. Ils souhaitaient sécuriser le financement des pensions de retraite de leurs confrères en prévision d'évolutions démographiques défavorables, liées notamment à la mise en place d'un numérus clausus. La composante en répartition du régime complémentaire est alimentée par une cotisation de 5 910 € par an et par pharmacien. La composante en capitalisation est alimentée par une cotisation annuelle allant de 2 364 € à 14 184 € par pharmacien[81]. Elle a été instaurée de manière optionnelle en 1962 puis rendue obligatoire en 2009 à la demande des pouvoirs publics en cohérence avec les normes européennes.

Au fil des ans, le régime par capitalisation s'est développé et représente aujourd'hui 50 % des retraites servies aux pharmaciens libéraux retraités.

Les capitaux sont investis à long terme. La durée moyenne de cotisation d'un pharmacien à la CAVP est de 25 ans. A la retraite, la sortie s'effectue exclusivement sous la forme de rente. La CAVP détient 8,9 milliards d'euros d'actifs à fin décembre 2019, dont 7,35 milliards d'euros au titre du régime par capitalisation complémentaire et le reste au titre des réserves constituées au sein du régime par répartition. Cette somme est répartie en obligations (5,35 milliards d'euros), en immobilier (0,95 millions), en actions cotées (0,85 milliard), et actions non cotées PME/ETI (200 millions).

Les placements génèrent des rendements significatifs, avec une moyenne de 4 % sur les 10 dernières années pour le régime complémentaire par capitalisation, ce qui représentait 45 % des prestations de 2019. Un mécanisme de lissage permet aux ayants droits d'avoir des prestations régulières, le régime conservant des réserves permettant de faire face aux aléas et aux tendances structurelles telles que la baisse de taux obligataires. Comme l'observe l'IGAS dans son rapport sur la CAVP, cette façon de faire « répond à la préoccupation des instances du régime de léguer aux générations futures une situation saine en sécurisant la couverture des engagements pris et en évitant des redistributions de résultats excessives »[82].

Rétrospectivement, le choix d'allier capitalisation et répartition était judicieux. Il a réduit la dépendance à la démographie alors que le ratio cotisant/retraité atteindra 1 pour 1 en 2021, soit 30 000 actifs pour autant de pensionnés ou d'ayant droits. Le dispositif mis en place par la CAVP, et tout particulièrement le régime complémentaire dual qu'elle a imaginé, a permis de faire économiser un milliard aux pharmaciens sur les 4,7 milliards de prestations distribuées par le régime complémentaire sur les 30 dernières années.

Le mythe du pas possible, il faudrait « cotiser deux fois »

On entend fréquemment qu'une montée en puissance de la capitalisation serait impossible car elle obligerait « les actifs à cotiser deux fois »[83], à l'opposé des deux contre exemples que constituent la montée en puissance réussie de l'ERAFP ou de la capitalisation chez les pharmaciens.

Dans un ouvrage à succès, Thomas Piketty développe : « à supposer qu'un système par capitalisation soit effectivement préférable, la transition de la répartition (…) laisse une génération de retraités totalement sur le carreau. La génération qui s'apprête à partir à la retraite et qui a financé les pensions de la génération précédente verrait d'un assez mauvais œil que les cotisations qui s'apprêtaient à lui être versées pour payer son loyer et ses courses partent en réalité s'investir dans le vaste monde. Il n'existe pas de solution simple à ce problème de transition, qui à lui seul rend une telle réforme totalement inenvisageable, tout du moins sous cette forme extrême »[84].

Il est certain que la bascule d'un régime en répartition préexistant en capitalisation est une opération loin d'être évidente. Dans un régime en répartition pure, les cotisations des actifs servent à payer les pensions. Les actifs sont mis à contribution pour payer les prestations de leurs aînés. Si, dans le même temps, on souhaite qu'ils épargnent en vue de leur propre retraite, afin de ne pas dépendre des générations suivantes, on leur ajoute une charge.

Si Piketty a raison de souligner la difficulté qu'il y aurait à passer de la répartition à la capitalisation, nous ne sommes pour autant pas condamnées au quo. D'une part, il est possible de faire monter en puissance une composante en capitalisation sans payer « deux fois ». D'autre part, l'enjeu n'est pas de remplacer la répartition par la capitalisation, mais de les faire coexister pour que tous en profitent[85].

D'abord « cotiser deux fois », si tant est que l'enjeu soit de faire peser l'ajustement sur les actifs, ne signifie pas cotiser deux fois plus. Si l'on souhaitait éteindre la répartition, en faisant reposer cette démarche sur les actifs sans procéder à un lissage, il ne serait pas nécessaire de doubler les cotisations. Compte tenu du différentiel de rendement entre répartition et capitalisation, une sur-cotisation additionnelle représenterait entre 30 et 50 % des sommes versées au titre de la répartition en retenant l'ordre de grandeur proposé par Olivier Davanne et Thierry Pujol en 1997 ou Piketty en

2013. Elle permettrait aux actifs d'honorer les retraites par répartition promises aux aînés, tout en se constituant une retraite à titre personnel pour éviter de dépendre des générations futures. Ce levier, extrêmement puissant, explique comment des projets très ambitieux de passage intégral de la répartition à la capitalisation ont pu être élaborés à la fin des années 1990 dans certains pays[86].

Cette sur-cotisation serait bornée dans le temps. Une fois les promesses, au titre de la répartition, honorées, seules les cotisations par capitalisation seraient utiles. Celles-ci étant bien inférieures aux cotisations nécessaires en répartition, cela rendrait possible une baisse très significative des taux de cotisations, puisqu'une partie significative des pensions seraient financées par la valorisation de l'épargne. Ajoutons qu'il est peu probable qu'il soit souhaitable, légitime ou possible d'imputer cette bascule sur les actifs du moment. Si la collectivité faisait le choix d'éteindre les régimes par répartition existants sans procéder à un lissage, il faudrait au démarrage de la transition placer entre 4,5 et 7,5 % de PIB par an pendant plusieurs années. Il serait impossible et illégitime de mettre cette charge sur le dos des actifs du moment, s'agissant d'une démarche visant à solder les choix des générations précédentes. Il conviendrait de traiter cette transition comme un investissement et d'en financer une partie significative par l'endettement, pour répartir son impact sur plusieurs générations. Néanmoins, même avec les taux extrêmement bas que l'on connait depuis la mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles, une telle démarche resterait complexe à mettre en œuvre.

Surtout, l'enjeu n'est pas de remplacer la répartition par la capitalisation. Il est de faire monter en puissance une dose de capitalisation, à l'image de ce qui a été fait pour les fonctionnaires avec l'ERAFP ou les pharmaciens, afin de réduire la dépendance à la répartition alors que cette dernière est handicapée par une démographie défavorable et d'accroitre la résilience.

Cela permettrait de rééquilibrer notre système de retraite, en l'appuyant sur deux jambes à l'instar de ce qui se fait chez nos voisins. Comme l'exposait Blanchet en 1998, « le problème du double paiement n'apparaît que si on envisage une transition complète de la répartition à la capitalisation pure »[87]. Notre « problème diffère de l'idée courante selon laquelle le passage à la capitalisation impose à la génération pivot de 'payer deux fois' : une fois pour elle-même et une fois pour la génération précédente … une hausse de la charge des retraites sera de toute manière inéluctable, et puisqu'il ne s'agit que de l'introduction d'une dose partielle de capitalisation, le scénario est un scénario d'anticipation de l'effort à venir, plutôt que de double paiement ».

La montée en puissance progressive d'une capitalisation pour tous les salariés sur une vie active

Les exemples des fonctionnaires et des pharmaciens montrent qu'il est possible de faire monter en puissance une capitalisation sans déstabiliser la répartition. Dans le cadre de cette étude, nous avons fait un exercice de modélisation de ce que pourrait donner une montée en puissance progressive d'une capitalisation pour tous les salariés du privé.

Nous sommes partis du principe que la répartition absorberait durablement de l'ordre de 14 % du PIB, conformément aux derniers scénarios du Conseil d'orientation de retraites[88], et que nous faisions monter en puissance une capitalisation collective pour tous les salariés du privé, sous la forme de fonds de pension type ERAFP[89].

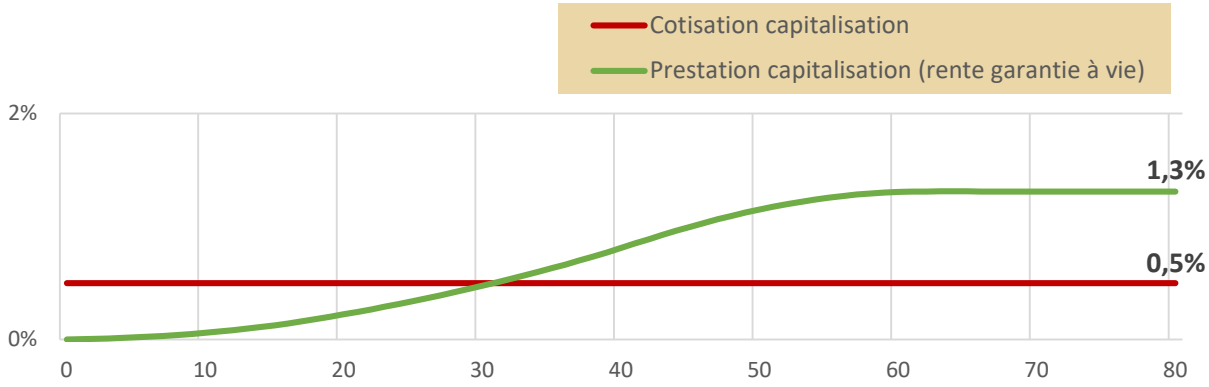
Nous avons projeté une alimentation à hauteur de 0,5 % du PIB par an. Cette alimentation, neutre pour la fiche de paie, serait rendue possible par une baisse du même montant de la fiscalité de production et de la CSG assise sur les salaires (Zoom 4).

Nous avons retenu une hypothèse de rendement de 6,66 % par an brut, une inflation de 1,19 % et une augmentation du PIB en volume de 1,02 % par an. Ces paramètres correspondent aux performances financières et données économiques de 2007 à 2019, ce qui permet de couvrir un cycle de crise et de reprise[90]. Ils génèrent un rendement net de frais de gestion et d'inflation de 5,25 %, en considérant 0,15 % de frais de gestion. Ce niveau de frais correspond aux frais constatés par l'ERAFP, le fonds de pension des fonctionnaires[91].

L'épargne est placée 43 ans, en considérant que la durée moyenne d'activité est de 43 ans. A partir de la liquidation de la retraite, l'épargne est désensibilisée et sert à financer les rentes garanties à vie sur une durée de service estimée à 20 ans[92]. La première année, 2,3 % de l'effectif cotisant part à la retraite[93]. Mieux rémunéré que la moyenne des épargnants du fait de sa séniorité, il a accumulé 3 % des encours[94]. Au fil de la montée en puissance du régime, le flux de sorties est plus important : les personnes partant à la retraite ont cotisé plus longtemps et leurs cotisations ont eu plus de temps pour se bonifier.

Dans les 30 premières années, la capitalisation absorberait plus de ressources qu'elle n'en distribuerait (Figure 13). Au bout de 31 ans, elle distribuerait plus de pensions qu'elle ne collecterait de cotisations.

Figure 13 : Cotisations et prestations d'une capitalisation collective (avec 0,5 % du PIB par an)



Au bout de 60 ans, la capitalisation serait montée en puissance. Elle distribuerait 1,3 % du PIB au titre des retraites, en ne collectant que 0,5 % du PIB en cotisations. Ces flux de cotisations et prestations s'ajouteront à ceux de la répartition (Figure 14).

Au global, répartition et capitalisation confondues, il serait possible de distribuer 15,3 % du PIB au titres des retraites en ne prélevant que 14,5 % (Figure 15 page 42). La répartition représenterait 97 % des cotisations et 91 % des prestations retraites.

Par l'introduction d'une dose de capitalisation, il serait possible de sortir du cercle vicieux où toute amélioration du pouvoir d'achat des actifs n'est concevable qu'au détriment des retraités, et vice versa. Les capitaux fructifiant dans des fonds de pension représenteraient de l'ordre de 20 % du PIB, sans compter les sommes affectées au service des rentes représentant de l'ordre de 12 % du PIB. Au

global, les capitaux dégageraient un rendement net d'inflation de 4 %, en ligne avec les rendements réels moyens observés dans les fonds de pension privés matures de l'OCDE (Tableau 9 page 43).

Cela ne permettrait de résorber qu'une partie du retard français en matière de fonds de pension, mais cela contribuerait à préserver significativement le pouvoir d'achat des retraités sans nuire à celui des actifs.

Figure 14 : Cotisations et prestations de la répartition stabilisée

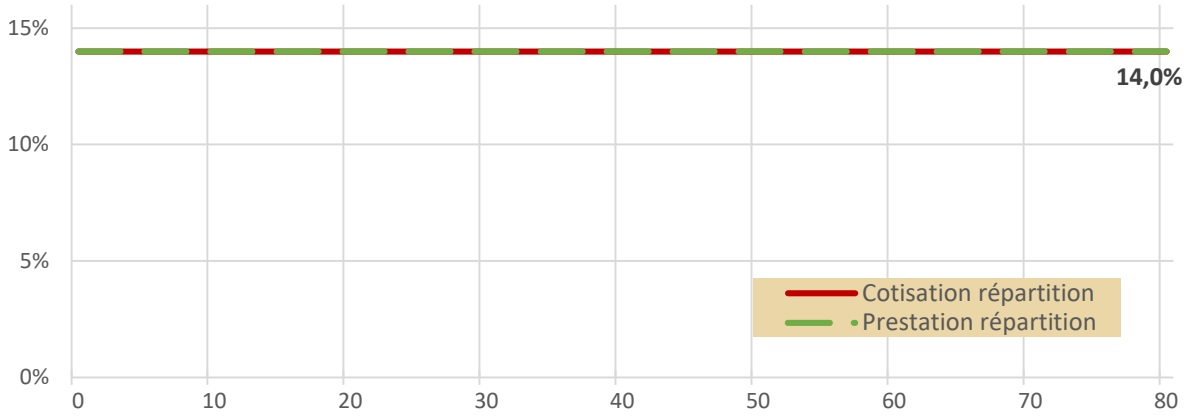


Figure 15 : Cotisations et prestations d'un système mixte intégrant une capitalisation collective (avec 0,5 % du PIB par an) épaulant la répartition

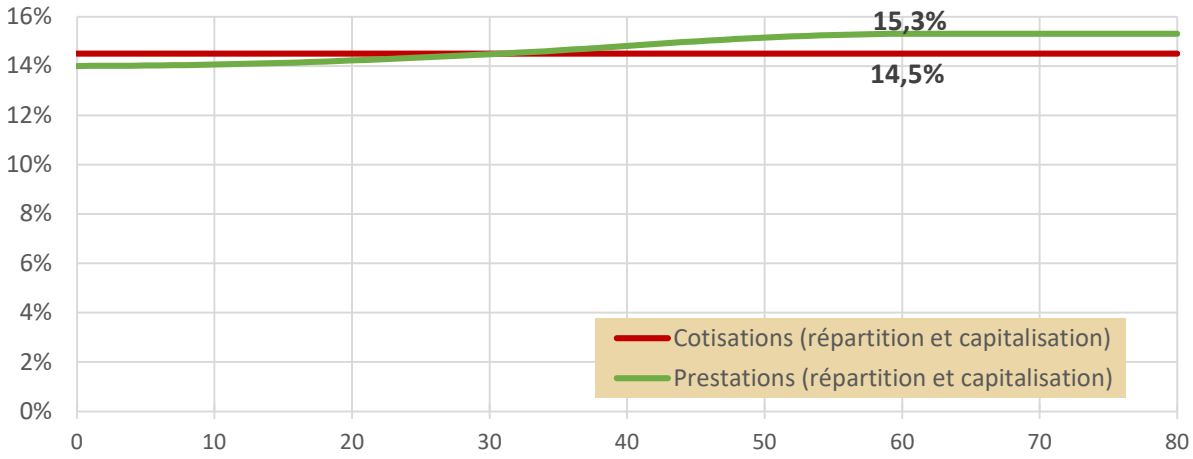
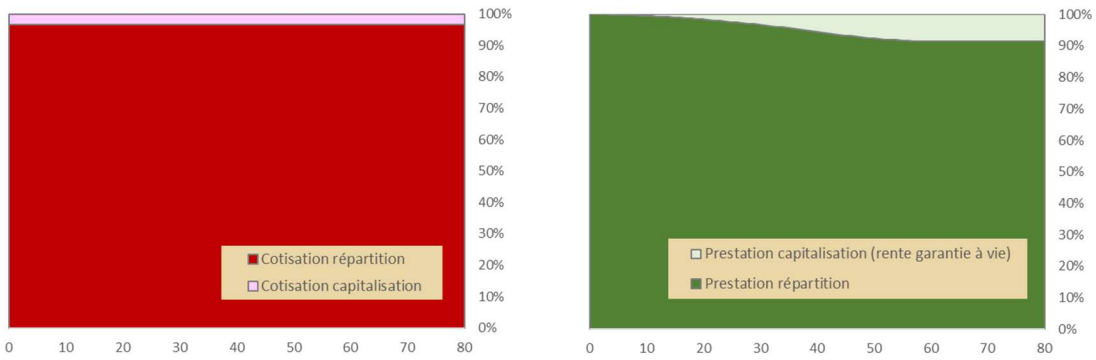


Figure 16 : Poids respectif de la répartition et de la capitalisation (avec 0,5 % du PIB par an) dans les cotisations et retraites



Zoom 4 : Une montée en puissance de la capitalisation neutre pour la fiche de paie grâce à la baisse des impôts de production

La mise en place d'une capitalisation collective est un enjeu pour redresser la compétitivité française et préserver le pouvoir d'achat des générations futures d'actifs comme de retraités. C'est un investissement clef pour l'avenir. Comme tout investissement, elle se traduira, à court terme, par un surcoût. Elle implique, en effet, de dégager des ressources à épargner. Pour répondre aux objections que pourraient formuler les employeurs et les salariés, légitimement attentifs au coût du travail et au pouvoir d'achat, l'idéal est de coupler cette réforme avec une réduction de la fiscalité de production et de la CSG sur les salaires, afin de la rendre neutre pour la fiche de paie.

La France souffre d'un niveau d'impôts de production anormalement élevés. Ils représentent 120 milliards bruts en 2019 et, une fois les subventions de production déduites, 68 milliards nets. L'Hexagone représentait 33 % des impôts de production nets dans l'UE à 28 pour seulement 15 % de la création de valeur ajoutée en 2019. La fiscalité de production, insensible aux performances et à la santé des entreprises constitue un danger pour la survie des activités hexagonales. A rebours d'une fiscalité responsable, elle constitue une subvention aux importations et aux délocalisations. L'actuel gouvernement a orchestré une baisse des impôts de production à hauteur de 10 milliards, opérationnelle en 2021. Il convient d'aller beaucoup plus loin que cette première marche, en réduisant la fiscalité de production d'au moins 35 milliards, afin de s'aligner sur la moyenne de l'UE[95].

Les impôts de production bruts en France en 2019

Assiette taxée au titre des impôts de production	Montant	Part du total
Capital :	**50 milliards d'€**	**41%**
Dont Taxes sur le foncier bâti	35 milliards€	
Dont Contribution foncière entreprises CFE	7 milliards€	
Autres	8 milliards€	
Masse salariale :	**45 milliards€**	**38%**
Dont Taxes sur les salaires	14 milliards€	
Dont Versement transport	9 milliards€	
Dont participation à la formation professionnelle continue	6 milliards€	
Dont Forfait social	5 milliards€	
Dont contribution à l'apprentissage	4 milliards€	
Dont aide au logement (FNAL)	3 milliards€	
Dont autonomie (CNSA)	2 milliards€	
Autres (garantie des salaires, stock option…)	2 milliards€	
Valeur ajoutée (cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises,	**15 milliards€**	**13%**
Chiffre d'affaires (contribution sociale de solidarité des sociétés, C3S)	**4 milliards€**	**3%**
Autres impôts sur la production	**6 milliards€**	**5%**
Total des impôts sur la production payés par l'économie	**120 milliards€**	**100%**

Source : Institut économique Molinari d'après D29 Eurostat National Tax List.

La suppression d'une partie de la CSG et des impôts de production assis sur la masse salariale (45 milliards d'euros par an) permettrait de baisser le coût du travail pour mettre en place une capitalisation collective pour tous les salariés du privé, sans dégrader le pouvoir d'achat et la compétitivité.

Dans le cadre d'une capitalisation montant en puissance avec 0,5 % du PIB, supprimer 6,25 milliards d'impôts de production assis sur les rémunérations et le même montant de CSG garantirait une neutralité pour les employeurs et les salariés.

Cela permettrait de compenser la mise en place de prélèvements à hauteur de 2 % de la masse salariale du privé alimentant la capitalisation collective.

Dans le cadre d'une montée en puissance à hauteur de 1 % de PIB par an, il faudrait supprimer 12,5 milliards d'impôts de production sur les salaires et le même montant de CSG.

Tableau 9 : Poids et rendement des fonds de pension privés selon l'OCDE

Rang	Fonds de pension privés en 2018	Actifs (en % du PIB)	Rendement réel moyen sur 10 ans (moyenne géométrique)	Fruit de l'épargne (en % du PIB)*
1	Danemark	198,6	4,6	9,1
2	Pays-Bas	173,3	6,0	10,4
3	Islande	161,0	3,7	5,9
4	Canada	155,2	5,7	8,9
5	Suisse	142,4	4,2	6,0
6	Australie	140,7	4,4	6,1
7	Etats-Unis	134,4	3,0	4,0
8	Royaume-Uni	104,5	5,5	5,8
9	Suède	88,0	nd	nd
10	Chili	70,2	4,7	3,3
11	Israel	57,4	5,8	3,3
12	Finlande	57,2	nd	nd
13	Irlande	33,9	nd	nd
14	Corée	28,5	2,2	0,6
15	Japon	28,3	nd	nd
16	Nouvelle Zélande	27,4	nd	nd
17	Portugal	19,3	2,2	0,4
18	Estonie	16,9	2,2	0,4
19	Mexique	16,2	2,3	0,4
20	Lettonie	13,8	2,2	0,3
21	Espagne	12,5	2,1	0,3
22	Slovaquie	11,7	0,4	0,0
23	Belgique	10,9	4,1	0,4
24	**France**	**10,4**	**nd**	**nd**
25	Norvège	9,8	4,0	0,4
26	Italie	9,8	2,0	0,2
27	Tchèquie	9,2	-0,1	0,0
28	Pologne	8,5	nd	nd
29	Lituanie	7,2	nd	nd
30	Allemagne	6,9	2,7	0,2
31	Slovénie	6,8	3,8	0,3
32	Autriche	5,5	1,9	0,1
33	Hongrie	5,3	nd	nd
34	Luxembourg	2,7	2,0	0,1
35	Turquie	2,5	0,1	0,0
36	Grèce	0,7	nd	nd
OCDE	**Moyenne simple***	**49,7**	**3,1**	**1,6**
OCDE	**Moyenne pondérée***	**82,3**	**3,6**	**2,9**

Sources : « Actifs et performances d'après l'OCDE », (2019), *Pensions at Glance*, p. 211 et 215. Actif des fonds de pension privés en 2018 (ou dernière année disponible, hors fonds de réserves publics) et rendement réel moyen sur 10 ans (moyenne géométrique 2009-2018 sauf UK 2008-2017) et calculs IEM (*). Les données sur les actifs et les rendements proviennent de l'OCDE. Les nd signifient non disponible.

La montée en puissance d'une capitalisation plus significative

Nous avons aussi procédé à un deuxième jeu de simulation, en considérant un doublement de l'effort d'épargne collective pour le porter à 1 % du PIB par an. Cet effort se ferait là encore selon un principe de neutralité pour la fiche de paie, avec une réduction des impôts de production pénalisant la masse salariale et une réduction de la CSG pesant sur les salariés.

Avec ces paramètres, au bout de 60 ans, la capitalisation distribuerait 2,6 % du PIB au titre des retraites, en ne collectant que 1,3 % du PIB. Il serait possible de distribuer 16,6 % du PIB en pensions en ne prélevant que 15 % de cotisations retraites (Figure 17 page 45).

En rythme de croisière, les cotisations en répartition représenteraient 93 % des cotisations retraites et 84 % des prestations retraites (Figure 18 page 45). Les capitaux fructifiant dans les fonds de pension représenteraient de l'ordre de 37 % du PIB, sans compter les sommes affectées au service des rentes représentant de l'ordre de 25 % du PIB.

Figure 17 : Cotisations et prestations d'un système mixte intégrant une capitalisation collective (avec 1 % du PIB par an) épaulant la répartition

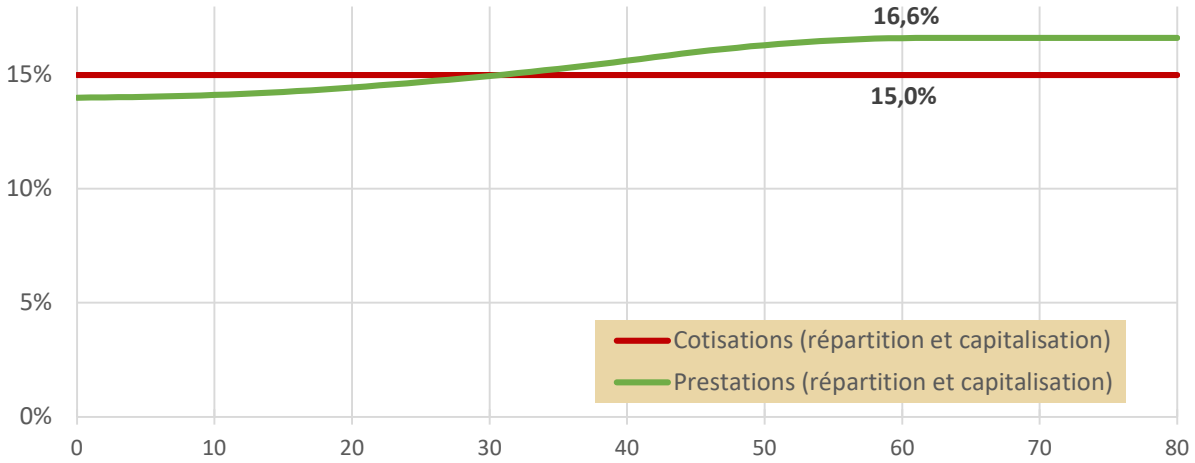
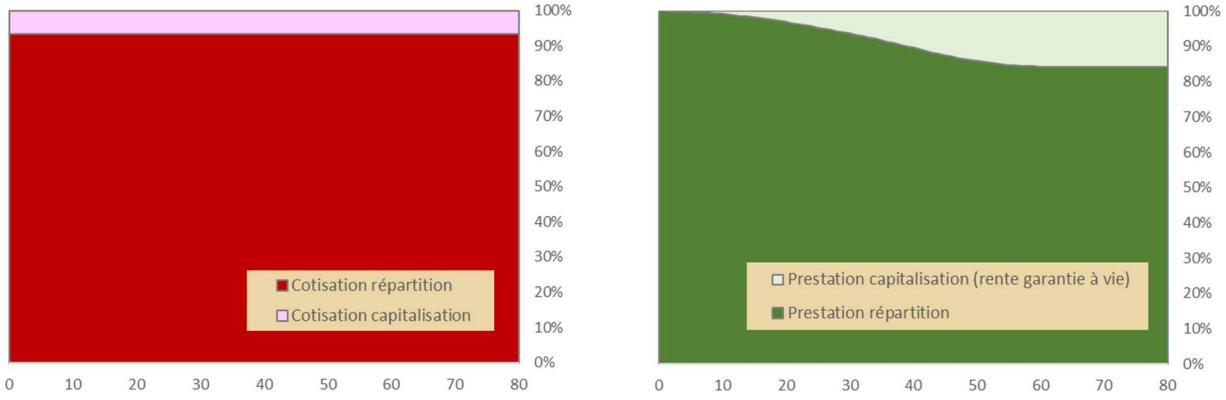


Figure 18 : Poids respectif de la répartition et de la capitalisation (avec 1 % du PIB par an) dans les cotisations et retraites



Une telle démarche permettra d'alléger le coût de financement, comme l'illustrent les réussites françaises en matière de capitalisation. Elle permettra aussi d'accroître la résilience en diversifiant les risques, comme nous le verrons dans la partie suivante.

6. AMELIORER LA RESILIENCE EN DIVERSIFIANT LE FINANCEMENT ET EN AUGMENTANT LES RESERVES

Un recours accru à la capitalisation permettra d'accroître la résilience du système de retraite en diversifiant les risques, les retraités ne dépendant pas exclusivement de la répartition. En parallèle, la constitution de réserves significatives au sein des régimes par répartition permettrait de renforcer leur résilience face aux chocs.

Améliorer la résilience globale en ajoutant une capitalisation collective

Indépendamment des différentiels de performance, il existe de bonnes raisons de penser que la combinaison répartition/capitalisation est créatrice de valeur.

L'idée selon laquelle une combinaison de systèmes en répartition et en capitalisation peut être optimale en raison de la diversification a été initiée par Robert Merton, en 1983[96]. Défenseur de la répartition, il explique que ce serait une erreur de s'en passer, même lorsqu'elle présente un rendement « implicite » faible. Elle contribue, en effet, à couvrir d'autres risques auxquels les individus peuvent être confrontés au cours de leur vie. Elle permet, notamment, à une génération de profiter du capital humain de la prochaine génération. Son modèle, basé sur la théorie du portefeuille, explique pourquoi la diversification entre répartition et capitalisation est optimale. Il a été développé plus en détail avec Zvi Bodie et Paul Samuelson en 1992[97], puis élargi au risque inflationniste avec Willem Heeringa en 2008[98]. La démarche de Merton a donné lieu à une production significative d'articles recensés par Pierre Devolder et Roberta Melis[99] sur une trentaine d'années. Ils en concluent que « les régimes de retraite par capitalisation et par répartition peuvent sembler très différents mais sont en fait complémentaires car ils traitent de différents risques ». On retrouve la même approche chez Didier Folus, qui considère que « les facteurs de risque qui affectent les performances d'un régime par répartition ou d'un régime par capitalisation, n'agissent a priori pas de façon simultanée sur les deux mécanismes. Et cela, même si certains de ces facteurs peuvent être communs (démographie par exemple) »[100]. Dans une étude récente avec Léa Bouhakkou et Alain Coën, il conclut que « dans la plupart des cas, un mélange des deux systèmes est souhaitable »[101].

On retrouve la même conclusion chez Philippe Trainar[102]. Il considère que pour diversifier les risques auxquels les futures retraites sont exposées, il importe de diversifier les sources de financement des retraites avec un système mixte alliant 45 à 55 % de répartition et 55 à 45 % de capitalisation. De cette manière, les retraités bénéficient à la fois des revenus du capital et du travail. Cela permettrait de limiter les inégalités à l'instar des travaux de Branko Milanovic sur la réduction des inégalités associée à la démocratisation du capitalisme[103], tout en protégeant les salariés au cas où le partage de la valeur ajoutée leur devenait défavorable[104]. Selon Trainar, « si l'on tient compte de la volatilité plus élevée des revenus du capital par rapport aux revenus du travail, notamment au salaire, le partage optimal serait autour de 33 % et 66 % respectivement pour la capitalisation et la répartition en France »[105].

Tout miser sur la répartition est, par nature, un choix peu diversifié d'un point de vue géographique et économique. Il n'est pas totalement exempt de diversification puisque la répartition permet aux retraités de profiter de la valorisation du capital humain des actifs, conformément aux travaux de Merton. Néanmoins, la capacité à délivrer des retraites attrayantes restera conditionnée à la

démographie et au développement économique de la collectivité sur laquelle sont assis les prélèvements obligatoires la finançant. Même lorsque la répartition est pratiquée sur des bases non catégorielles, permettant de diversifier les risques entre différents secteurs d'activités, les risques restent concentrés sur une base géographique. De même, la répartition, telle que pratiquée en France pour le régime général et les fonctionnaires, ne permet pas de faire face aux aléas sans générer des déficits. Elle opère sans réserve, les cotisations prélevées sur les actifs finançant les prestations des retraités. Il n'y a pas de coussin de sécurité permettant de lisser la conjoncture, contrairement à ce que l'on observe chez nombre de voisins, ou de mécanismes permettant d'ajuster finement les prestations aux recettes. Conséquence, la répartition génère mécaniquement des déficits en période de ralentissement.

La capitalisation s'organise sur des marchés de capitaux mondiaux, offrant des capacités de diversification géographique n'existant pas dans la répartition. Elle permet, par exemple, d'investir dans des pays plus jeunes d'un point de vue démographique et/ou des économies n'ayant pas atteint nos niveaux de maturité. Elle permet aussi d'amortir les tendances, capacité qui n'existe pas dans la répartition lorsqu'elle fonctionne sans réserve.

Elle a l'avantage d'être plus rentable à long terme, mais présente l'inconvénient d'être exposée aux chocs. L'expérience montre que les crises n'empêchent pas la capitalisation d'être rentable, les chocs boursiers étant suivis tôt ou tard par des phases de reprise. En revanche, ces chocs plaident pour une désensibilisation à l'approche de la retraite et une diversification la plus significative possible. Au sein des systèmes par capitalisation, les gestionnaires organisent la désensibilisation de l'épargne à l'approche des échéances, ce qui les conduit à vendre des actions au profit de produits de taux moins rentables et moins volatiles. Au niveau de l'ensemble du système de retraite, pousser la diversification en combinant capitalisation et répartition fait sens. Comme la répartition, la capitalisation n'est pas immunisée à l'égard des chocs économiques, mais elle les absorbe différemment, d'où l'intérêt de mixer capitalisation et répartition (Zoom 5).

Zoom 5 : Répartition et capitalisation, deux techniques complémentaires

Les crises financières ont souvent conduit à une appréciation erronée des risques sur les fonds de capitalisation, et ont incité, à tort, à la méfiance. Ainsi, jusqu'en 2013, la crise de 2008 s'est traduite par une incapacité à faire face aux engagements futurs en termes de pensions à servir, avec des régimes à prestations définies, exposés aux risques de faillite fort heureusement très rares.

Pour les régimes en capitalisation à cotisations définies, des niveaux de pensions plus faibles qu'anticipé ont obligé certains assurés à retarder leur départ à la retraite et ont pu entraîner des situations difficiles. Toutefois, les pertes d'investissement subies en 2008 étaient récupérées dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE par les régimes professionnels et individuels dès 2013.

Il ne faut pas se tromper, la violence des cycles impacte la gestion des systèmes en capitalisation, mais aussi les régimes en répartition. Pour les premiers, la baisse des marchés financiers se répercute instantanément sur la valorisation du portefeuille, en « *marked-to-market* ». Rien n'est véritablement perdu, tant qu'il n'y a pas eu de vente, et le rebond des marchés se traduira par une reconstitution des plus-values latentes.

Dans le cas d'un régime par répartition, toute crise économique et financière se traduit par un effondrement de la masse salariale et donc de l'assiette de cotisations. L'accumulation de déficits va imposer de financer le

paiement des prestations de retraite en réduisant les réserves ou en ayant recours à l'endettement. La crise actuelle en fournit une illustration. En France en 2020, les régimes par répartition ont subi de plein fouet la crise avec une baisse des cotisations (-4 % selon les derniers chiffres du Conseil d'orientation des retraites), tandis que les résultats de fonds de pension étaient bien meilleurs avec notamment +3 % de rendement pour l'ERAFP[106].

La complémentarité d'un niveau de répartition et d'un niveau de capitalisation s'impose dès lors au regard d'un principe bien connu des gérants d'actifs : la diversification. Le « tout répartition » conduit à une forte dépendance à une variable exogène : la croissance économique, et à son corollaire, la masse salariale. Le « tout capitalisation » expose à des fluctuations de la valeur des actifs, liées à la volatilité des marchés financiers. Le mix des deux permet d'actionner des leviers différents selon les phases de cycle, et assure une meilleure stabilité du système global, et sans doute également sa pérennité.

Améliorer la résilience de la répartition avec des réserves pérennes

Un des enjeux pour le système de retraite français est d'améliorer la résilience de sa composante par répartition qui, pour des raisons tenant à l'histoire est, et restera, prégnante pour des décennies.

En théorie, un régime fonctionnant en répartition « pure » n'a pas besoin de réserves significatives. Un régime par répartition qui fonctionnerait sans faire de promesses autres qu'un partage des cotisations entre les bénéficiaires, peut se passer de réserves significatives. Il lui suffit d'un fonds de roulement pour faire face aux décalages entre encaissements et décaissements[107]. En complément, une réserve de précaution permet de faire face aux erreurs de prévisions à court terme. Cette réserve pourra être d'autant plus réduite que la fréquence de pilotage est rapprochée[108]. La constitution de réserves significatives n'est pas utile puisque le régime de retraite peut ajuster, à la hausse comme à la baisse, ses prestations. Cela lui permet d'équilibrer au fil de l'eau son budget, selon une logique de régime à cotisations définies n'ayant aucun engagement en prestations définies.

On observe qu'en pratique, les régimes par répartition ont besoin de constituer des réserves significatives. En effet, l'essentiel de ces régimes ne répercutent pas mécaniquement les conséquences des inévitables erreurs de prévision ou des chocs exogènes sur leurs bénéficiaires [109]. Ils constituent des réserves pour « répartir dans le temps l'ajustement des paramètres du régime afin de ne pas faire supporter le poids excessif, et ponctuel, de cet ajustement sur certaines générations »[110]. Lorsque des déficits surviennent, les réserves sont mises à contribution pour respecter les promesses faites au titre des retraites.

Ajoutons que l'existence de ces réserves est loin d'être un mauvais calcul financier. Ces sommes sont placées et fructifient. Avec la fin du baby-boom, le rendement « implicite » de la répartition, lié à la croissance, est 3 fois moindre que le rendement des marchés financiers. Disposer de réserves placées génère des rentrées permettant d'alléger la contrainte financière pesant sur la répartition, dépendante d'une natalité durablement défavorable.

Au total, nos régimes avaient 5,6 % de réserves fin 2017 selon le Conseil d'orientation des retraites, soit 4 mois de retraites[111]. C'est deux fois moins que les 14 % de PIB mis en réserve par les régimes de retraites par répartition des autres pays de l'OCDE (Tableau 10 page 49). L'écart est plus élevé avec nombre de voisins ayant une forte tradition sociale. Par exemple, le régime de retraite par

répartition suédois dispose de réserves représentant 31 % du PIB et 56 mois de prestations. Il est de 5 à 14 fois plus précautionneux que nous, selon qu'on se fie au PIB ou au nombre de mois de prestations mis de côté. On retrouve aussi des écarts significatifs avec des pays accordant moins de place à la répartition, tels les Etats-Unis[112].

Tableau 10 : Poids des fonds de réserve publics dans l'OCDE

Rang	Pays	Actifs (en % du PIB)	Rendement réel sur 10 ans (moyenne géométrique)
1	Corée	34,2	nd
2	Luxembourg	30,8	2,8
3	Suède	29,4	6,2
4	Japon	28,8	4,6
5	Finlande	28,4	nd
6	Canada	28,4	8,3
7	Etats-Unis	14,3	nd
8	Nouvelle Zélande	13,2	12,7
9	Portugal	8,1	nd
10	Australie	7,7	7,1
11	Norvège	7,3	nd
12	Chili	5,1	0,6
13	France	2,5	nd
14	Pologne	2,0	nd
15	Allemagne	1,0	nd
16	Espagne	0,4	nd
17	Mexique	0,1	nd
OCDE	**Moyenne simple données OCDE***	**14,2**	**6,0**
OCDE	**Moyenne pondérée données OCDE***	**14,3**	**5,6**
France	**écart vs moyenne simple***	**11,7**	**6,0**
France	**écart vs moyenne pondérée***	**11,8**	**5,6**

Source : Actifs et performances d'après OCDE (2019), Pensions at Glance, p. 211 et 215 et calculs IEM (*).
Les données sur la France ne tiennent pas compte du Fonds de réserve pour les retraites.

En France il n'existe aucun dispositif permettant :

1. de s'assurer que les réserves sont calibrées pour honorer les promesses faites au démarrage du régime, ou au gré des actualisations des paramètres ;
2. de reconstituer ces réserves au cas où elles seraient érodées par des erreurs de prévisions ou des chocs non anticipés.

Bien au contraire, les pouvoirs publics ont pris la fâcheuse habitude d'utiliser les réserves pour des motifs différents de ce pour quoi elles ont été instaurées. Le Fonds de réserve pour les retraites a, par exemple, été utilisé pour financer le déficit de l'assurance maladie (Zoom 6 page 50). De même, les autorités planifiaient d'utiliser les réserves des régimes par répartition dans le cadre de la mise en œuvre du régime universel, ce qui constitue à la fois un contresens et un risque systémique.

Aussi, il conviendrait de s'assurer que les régimes par répartition se dotent d'un mécanisme permettant de garantir :

1. le calibrage des réserves à partir d'une approche actuarielle (par exemple, projection sur les 75 prochaines années) ou à défaut selon une règle déterminée de façon empirique (par exemple mettre en réserve la somme des déficits constatés sur les 75 dernières années) ;

2. la reconstitution automatique de ces réserves, si elles étaient insuffisantes, sans qu'une décision soit nécessaire.

A titre d'illustration, en Suède lorsque le ratio prospectif d'équilibre à 75 ans est inférieur à 1, les indices de revalorisation des cotisations et des pensions ne sont plus calés sur l'évolution de la rémunération moyenne par tête, mais sur l'évolution de la rémunération moyenne par tête pondérée par le ratio d'équilibre corrigé. En cas de déficit anticipé du système, cela freine l'évolution des revalorisations et permet de rétablir un niveau de réserves adéquat[113].

Zoom 6 : L'expérience du Fonds de réserve pour les retraites montre que, faute de protection, les réserves sont exposées au risque politique

A la fin des années 1990, Lionel Jospin est fort embarrassé. Le Premier ministre, qui proclame publiquement n'avoir jamais détenu d'actions, ne souhaite pas aller dans la voie de l'épargne retraite. Il s'est engagé à ne pas donner suite à la Loi Thomas de 1997, qui permettait la mise en place en France de fonds de pension[114]. C'est ainsi que ce texte sera abrogé en 2002, sans que ses décrets d'application n'aient jamais été publiés. Pour autant, les économistes qu'il a consultés lui ont fréquemment souligné l'intérêt d'ajouter une dose de capitalisation à la répartition. Les rapports d'Olivier Davanne, Jean-Hervé Lorenzi, François Morin ou Jean-Michel Charpin ont proposé plusieurs scénarios au Premier ministre. Il ne peut faire totalement l'impasse sur ce sujet.

Le gouvernement fait alors le choix de tout miser sur une démarche bien timide, avec la mise en place du Fonds de réserve pour les retraites. Cette capitalisation collective paraissait plus compatible avec le positionnement idéologique de la majorité plurielle de l'époque. C'est ainsi que, fin 1998, un article de la Loi de financement de la sécurité sociale prévoit la création du Fond de réserve pour les retraites, « FRR » dans le langage courant[115].

Ce fonds est devenu un établissement public administratif avec la loi n°2001-624 du 17 juillet 2001. Sa mission était de mettre en place « un système de répartition provisionné », ou « fonds de précaution », à côté du système de retraite par répartition. L'objectif était d'accumuler 150 milliards d'euros à horizon 2020 pour contribuer « à la pérennité des régimes de retraite » et permettre de « lisser » la hausse des taux de cotisation d'assurance vieillesse.

Le FRR s'est moins bien développé que prévu, notamment en raison d'un « manque d'engagement de l'Etat » et de velléités de « puiser dans ses réserves »[116]. En 2010, les pouvoirs publics ont considéré que les besoins de financement liés au baby-boom, plus précoces que prévus, justifiaient une utilisation anticipée des capitaux accumulés. Le dispositif, au lieu d'être alimenté, a commencé à être vidé. Il a servi à rembourser la dette sociale et à limiter l'ampleur des déficits de la sécurité sociale. Le gouvernement s'en est même servi pour colmater les déséquilibres de l'assurance maladie, affectation sans rapport avec la raison d'être du FRR[117]. La mission du FRR est devenue d'investir au nom de la collectivité les sommes que lui confient les pouvoirs publics en vue de participer au financement des retraites.

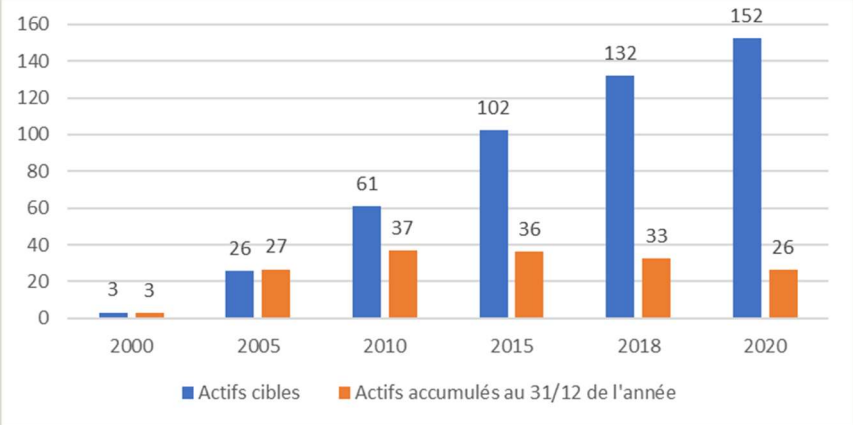
En dépit du non-respect par les pouvoirs publics de leurs engagements, le FRR n'a pas failli à sa mission d'un point de vue qualitatif. La performance annualisée nette de la gestion ressort à 4,5 % par an de 2011 à 2020[118], malgré une allocation défensive liée aux velléités de retirer prématurément les capitaux et aux retraits opérés. Sur la période 2011-2019, il a créé 12,4 milliards d'euros de valeur par rapport au coût de la dette française[119].

Rétrospectivement, c'est le manque de soutien public qui a entravé la montée en puissance du FRR. N'étant pas directement créateur de droits individuels, le dispositif ne pouvait pas être protégé par l'existence de bénéficiaires individuels attachés à sa préservation voire à son développement. N'étant pas rattaché à des institutionnels, mutualistes ou caisses de retraites capables de défendre leurs réserves, il était à la merci des pouvoirs publics, parfois trop prompts à privilégier l'intérêt du moment que le long terme.

L'expérience montre, malheureusement, que ce type de structure a besoin de protections « durcies » pour pouvoir se développer sereinement. Ne constituant pas des droits affectés au profit de personnes physiques ou morales identifiées, les structures d'accumulation suscitent, tôt ou tard, des convoitises.

A la fin des années 1990, les partisans du fonds de réserve, comme Olivier Davanne[120], proposaient d'ailleurs de rechercher des règles quasi-constitutionnelles permettant de se prémunir contre les dérives qui sont survenues. Il s'agissait notamment de définir les taux auxquels les régimes de retraites devraient provisionner leurs engagements, selon une démarche qui entretient des similitudes avec le débat des années 1960 sur la gestion des banques centrales[121].

Actifs du Fonds de réserve pour les retraites, comparaison entre les annonces et les réalisations



Source : Source : Institut économique Molinari d'après Conférence de Presse du Premier Ministre Lionel Jospin du 21/03/2000 et rapports annuels du FRR. L'actif cible pour 2018 a été extrapolé avec les cibles 2015 et 2020 de façon linéaire.

Faire les aménagements qui s'imposent pour équilibrer les retraites par répartition et inciter les actifs à continuer à travailler

Bien sûr, pour équilibrer les retraites par répartition, il conviendra d'augmenter la durée travaillée. Dans son dernier livre, Jacques de Larosière propose de porter l'âge de départ à la retraite à au moins 65 ans pour tous les régimes, y compris les régimes spéciaux[122]. Christian Saint-Etienne propose, quant à lui, de jouer à la fois sur la durée de cotisation et l'âge légal de la retraite, en les repoussant respectivement à quarante-cinq années et 65 ans[123]. Ces mesures de bon sens, dans la lignée des mesures prises (loi du 9 novembre 2010 dite réforme Woerth, loi du 20 janvier 2014 dite réforme Touraine[124]…) sont indispensables pour équilibrer les comptes des régimes par répartition sans nuire à la compétitivité et au pouvoir d'achat des actifs ou des retraités.

Il convient aussi d'adapter les règles régissant les régimes de retraite pour améliorer la souplesse entre les phases d'activité et de retraite. Nos régimes par répartition ont été mis en place à une

époque où nombre d'actifs aspiraient à se retirer du marché du travail au terme d'une carrière, souvent passée chez le même employeur, pour bénéficier des quelques années de vie qui leur restaient. Avec l'augmentation de l'espérance de vie et la diversification des modes d'activités la situation est radicalement différente.

Il conviendrait notamment d'assouplir les conditions de mise en œuvre du cumul emploi retraite[125], en permettant de le mettre en œuvre à la demande du seul salarié. Cette formule, utilisée par 535 000 personnes en 2019 permet une transition en douceur entre la phase d'activité et de retraite. Plus du deux tiers des bénéficiaires cumulent leur retraite avec une activité à temps partiel. Elle est particulièrement utilisée par les artisans, commerçants et chefs d'entreprises, qui représentaient 19,3 % des personnes cumulant emploi et retraite, alors qu'ils ne représentent que 9,3 % des personnes actives non retraitées en 2019[126]. Les cadres et professions intellectuelles supérieures ont légèrement plus recours au cumul, au regard de leur poids dans les actifs non retraités (24,3 % des cumulards vs 21,1 % des actifs). En revanche, les employés, professions intermédiaires, ouvriers et agriculteurs sont moins souvent cumulards (ils représentent 56,7 % des cumulards vs 66,6 % des actifs non retraités).

7. ALLEGER LA FISCALITE DES PLANS D'EPARGNE RETRAITE PACTE

En complément de la création d'un dispositif type ERAFP pour les salariés du privé et du renforcement des réserves des régimes par répartition, il convient d'améliorer le cadre social et fiscal des produits PACTE pour augmenter leur attractivité.

La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises consacre plusieurs articles à la refonte des dispositifs d'épargne individuels (PERP, Madelin…) ou d'entreprise (PERCO, article 83…). Ce texte vise à dynamiser le marché en simplifiant et améliorant les Plans d'épargne retraite (PER). Il n'est pas sûr que ces objectifs soient atteints rapidement.

Jusqu'à présent, l'épargne retraite complémentaire progresse lentement en France, lorsqu'on considère les provisions techniques (Tableau 11), mais stagne lorsqu'on analyse les prestations distribuées (Tableau 12).

Tableau 11 : Evolution des encours capitalisés ou provisionnés des produits retraite de type Pacte (2006-2019, en euros courants et points de PIB)

Montant total des provisions des plans d'épargne retraite pour	en milliards d'€ courants		Croissance moy. par an avant inflation	en points de PIB		Croissance moyenne par an
	2006	2019	2006-2019	2006	2019	2006-2019
Individuels (PER ex PERP, Prefon, Corem, CRH, Fonpel...)	21	54	7,3%	1,2%	2,2%	0,1%
Indépendants (PER ex Madelin, exploitants agricoles...)	15	51	9,9%	0,8%	2,1%	0,1%
Salariés (PER ex article 83, PERE, PERCO…)	64	136	5,9%	3,5%	5,6%	0,2%
Ensemble des dispositifs	**101**	**240**	**6,9%**	**5,4%**	**9,9%**	**0,3%**

Source : Calculs Institut économique Molinari d'après DREES, Les retraités et les retraites (2021) et éditions précédentes

Tableau 12 : Part de la retraite supplémentaire dans l'ensemble des régimes de retraite (obligatoire et facultative)

en % du PIB	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cotisations	4,1%	4,5%	4,7%	5,1%	5,3%	4,3%	3,9%	4,4%	4,2%	4,1%	4,3%	4,4%	4,4%	3,9%	4,2%
Prestations	2,1%	2,3%	2,1%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%

Source : Calculs Institut économique Molinari d'après DREES, Les retraités et les retraites (2021) et éditions précédentes.

La loi Pacte a organisé une convergence entre les dispositifs existants, en élargissant les choix au profit des épargnants, des retraités et des prestataires. Tous les épargnants ont dorénavant la possibilité de faire des versements individuels permettant de réduire leur assiette imposable. Cette possibilité, auparavant réservée aux produits individuels type PERP ou Préfon, ou aux articles 83, n'existait pas dans les PERCO. Les bénéficiaires de ce dispositif d'épargne salariale pourront désormais opter pour ces versements réduisant leur impôt sur le revenu, avec en contrepartie une fiscalité moins favorable à la retraite.

Tous les épargnants ont aussi le choix entre une sortie en capital ou en rente, sous la forme d'un complément de revenu garanti à vie. Ce choix était jusqu'à présent l'apanage des PERCO, sauf cas particuliers. Il n'est pas neutre, car les sorties en capital plaisent aux épargnants.

En dépit des avancées, deux handicaps majeurs subsistent. Ils sont liés à l'affaiblissement des avantages sociaux liés aux versements des employeurs et à la fiscalité sur les plus-values.

Le premier handicap est lié à la fiscalité sur les versements des entreprises. A l'origine, ils étaient très attrayants. Mais, au fil du temps, ces avantages ont été rognés, avec le développement de la CSG-CRDS et du forfait social, augmenté à de multiples reprises. A ce stade, les charges sociales représentent 24,8 % du coût total employeur (Tableau 13). Dans le même temps, les charges sociales sur la rémunération traditionnelle ont baissé, avec la mise en place d'allégements spécifiques et la transformation du CICE en baisse de charges.

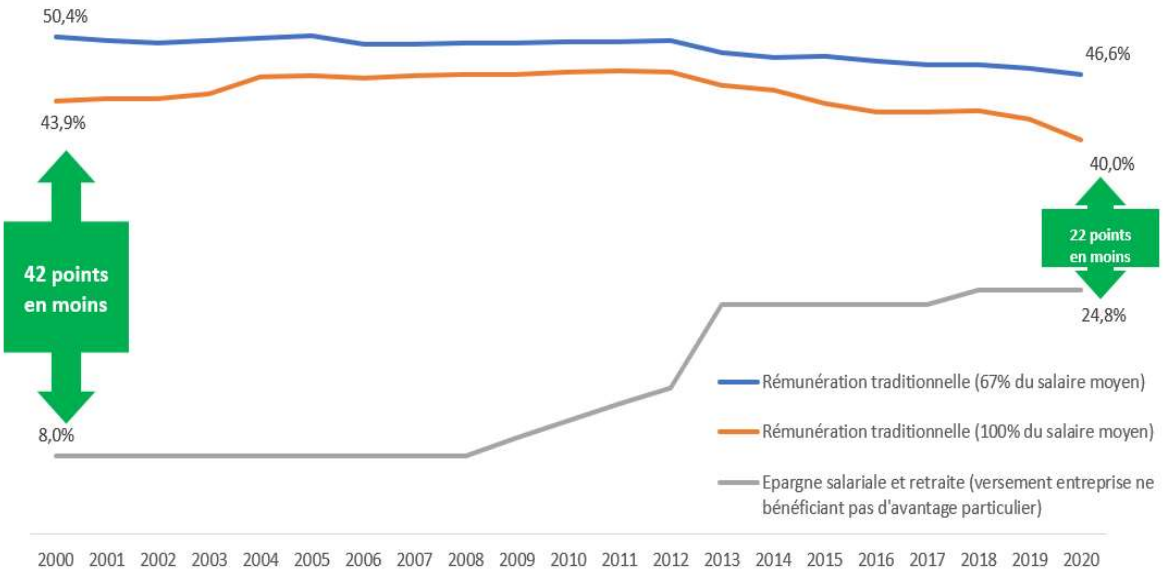
Tableau 13 : Charges sociales sur les versements des entreprises permettant de constituer une épargne retraite dans le cadre des PER (ex PERCO, article 83…)

Prélèvements obligatoires selon la date (abondement ou équivalent)	Forfait social (en % du brut distribué)	CSG-CRDS (en % du brut distribué)	Prélèvements obligatoires en % du brut distribué	Prélèvements obligatoires en % du coût total employeur
1er janvier 2000	0,0%	8,0%	8,0%	8,0%
1er janvier 2009	2,0%	8,0%	10,0%	9,8%
1er janvier 2010	4,0%	8,0%	12,0%	11,5%
1er janvier 2011	6,0%	8,0%	14,0%	13,2%
1er janvier 2012	8,0%	8,0%	16,0%	14,8%
1er septembre 2012	20,0%	8,0%	28,0%	23,3%
2020 :				
cas standard	20,0%	9,7%	29,7%	24,8%
si PER avec gestion pilotée	16,0%	9,7%	25,7%	22,2%
si moins 50 salariés	0,0%	9,7%	9,7%	9,7%

Source : Institut économique Molinari

L'avantage comparatif de l'épargne salariale et retraite par rapport à la rémunération traditionnelle s'est réduit. Il est passé d'une quarantaine de points début des années 2000 à une vingtaine de points aujourd'hui (Figure 19). L'épargne salariale/retraite est bien moins avantageuse que par le passé, ce qui crée un effet d'entraînement moindre[127], les employeurs et les salariés étant attirés par le pouvoir d'achat immédiat, effet renforcé par l'instauration périodique de primes ponctuelles[128].

Figure 19 : Part des prélèvements obligatoires dans le coût total employeur



Source : Institut économique Molinari d'après OCDE taxing wages, célibataire sans enfant.

Le forfait social est la principale cause de l'érosion des avantages associés à l'épargne salariale/ retraite. Il a été réduit pour toute une série de cas particuliers (pilotage retraite, petites et moyennes entreprises, actionnariat salarié…), mais une politique volontariste d'incitation passe par la suppression globale de ce prélèvement obligatoire qui nuit à l'effort collectif de prévoyance.

A cela s'ajoute le handicap que constitue la fiscalité pratiquée sur les sorties en capital. Elle représente 30 % des plus-values dans le cadre du Prélèvement forfaitaire unique (PFU), calculés sans neutraliser l'inflation ce qui majore artificiellement les plus-values. Sur la longue période, ces frottements nuisent mécaniquement à l'attractivité des Plans d'épargne retraite. Ce phénomène est loin d'être anecdotique, l'expérience montrant que les épargnants tiennent aux possibilités de sorties en capital.

8. CONCLUSION, BON POUR LES RETRAITES, L'ECONOMIE ET LA SOCIETE

L'ajout d'une dose raisonnée de capitalisation permettrait de sortir par le haut de l'impasse actuelle dans laquelle se trouve la société française, en générant des effets d'entrainement positifs sur l'économie (1), permettant d'améliorer les retraites sans détériorer le pouvoir d'achat des actifs (2), diminuant les tensions sociales et conflits potentiels liés aux craintes d'une dégradation du partage de la valeur (3).

Générer des effets d'entrainements positifs pour les actifs et l'économie française

L'introduction d'une dose de capitalisation telle que décrite ci-dessus serait de nature à générer des effets d'entrainement pour l'ensemble de l'économie.

Au niveau individuel, les actifs auraient l'assurance que les cotisations serviraient à créer des droits tangibles en leur nom. Au lieu de subir des impôts de production sous la forme de cotisations non contributives, ils se créeraient un salaire différé, ce qui laisse augurer d'une meilleure acceptabilité. Cette épargne, placée à long terme, aurait un effet d'entrainement positif sur l'économie.

L'instauration d'une capitalisation collective pourrait faciliter une réallocation de l'épargne française, jugée perfectible. Selon les travaux d'André Babeau[129], le flux d'épargne courante des Français se dirige avant tout vers l'immobilier, avec 40 % de l'épargne affectée aux remboursements d'emprunts et 15 % aux apports personnels, tandis que les placements financiers ne représentent que 45 %.

D'après un travail conduit sous la houlette de France Stratégie, l'allocation en actifs finaux des placements financiers est composée à 21 % d'actifs immobiliers à des fins locatives, à 55 % de dettes (obligations, livrets réglementés…) et à 15 % d'actions (dont un quart finance des PME et un-sixième finance des entreprises non cotées)[130]. L'effet d'entrainement global sur l'économie est médiocre.

La situation d'une économie est radicalement différente selon que les retraites sont financées avec ou sans capitalisation. Lorsque les actifs capitalisent, ils mettent de l'argent de côté. Cet argent va fructifier par l'intermédiaire, le plus souvent, d'opérateurs spécialisés tels que les fonds de pension. Ces derniers vont placer les capitaux qui leur ont été confiés, en les investissant dans l'économie. Ce faisant, la capitalisation est de nature à faciliter le développement de l'économie, en permettant à une multitude de projets de se réaliser. A contrario, dans un monde avec peu de capitalisation, il y a moins de capitaux favorisant le développement de l'économie, ce qui est de nature à freiner le développement[131].

En outre, le financement exclusif des retraites par des cotisations sociales ou par la fiscalité augmente artificiellement le coût du travail. S'il est supporté *in fine* par l'entreprise, cela conduira à limiter ses bénéfices, retardant ainsi son développement. Si ce surcoût est financé par les salariés, ces derniers se trouveront d'autant moins riches, et pourront être incités à travailler moins.

Si, dans tous les cas, les retraites sont financées par l'intermédiaire d'un transfert de richesse vers les retraités, émanant des salaires ou du rendement du capital, plusieurs éléments laissent à penser qu'en conjuguant capitalisation et répartition le niveau de richesse sera plus important. La taille du gâteau sera plus importante, permettant ainsi au retraité de bénéficier d'une retraite d'autant plus importante que son épargne aura rendu service aux autres en aidant à développer leur activité. Comme l'expose Philippe Trainar, les actifs accumulés par les fonds de pension « en couverture de

leurs retraites par capitalisation sont un élément clé de la puissance économique et financière globale des États-Unis, du Royaume-Uni, de la Suisse, de l'Allemagne, des Pays-Bas et de Singapour »[132]. Une détention action forte est de nature à contribuer à la préservation du tissu économique, avec davantage d'actionnariat franco-français à même de mieux appréhender les enjeux économiques locaux[133]. Elle est de nature à freiner le passage sous contrôle étranger d'entreprises françaises, dont les comportements sont par nature « beaucoup plus volatils et déconnectés des intérêts nationaux »[134].

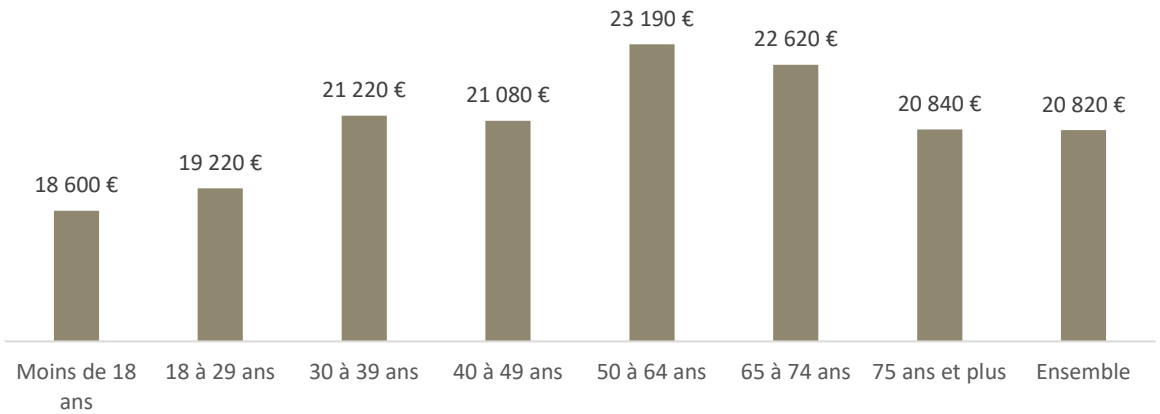
Il serait aussi possible, si ce choix était validé, d'envisager à partir de 2030 une baisse des cotisations en répartition (Zoom 7 page 58). Cette démarche permettrait à la fois de réduire le coût du travail pour les employeurs, d'augmenter les salaires nets des actifs, tout en préservant le pouvoir d'achat des retraités grâce à la capitalisation.

Retrouver un discours positif sur les retraites

Le deuxième avantage d'une montée en puissance raisonnée de la capitalisation collective est lié à la possibilité de retrouver un discours positif pour les retraités et futurs retraités. En dépit des présentations insistant sur les avantages dont ils bénéficieraient par rapport à la population française[135], leur situation n'est pas si florissante et risque de se dégrader.

Au niveau global, les données de l'INSEE montrent que le niveau de vie médian des 65 à 74 ans est inférieur à celui des 50-64 ans et que celui des 75 ans et plus est légèrement inférieur à celui des 30 à 49 ans (Figure 20 page 57). Au niveau individuel, des travaux récents montrent que 60 % des nouveaux retraités ont 3 ans après leur départ à la retraite un niveau de vie inférieur au niveau qu'ils avaient 3 ans avant leur retraite. Cette dégradation du niveau de vie représente, en moyenne, -6,9 % pour les femmes et -9,1 % pour les hommes[136]. Ces écarts, datant de 2016, ont probablement été augmentés en 2018 du fait des évolutions socio-fiscales intervenues en 2018, profitant 3 fois moins aux retraités qu'aux actifs, avec une bascule de cotisations sociales en CSG générant une perte de l'ordre de 250 euros par ménage retraité selon l'INSEE[137].

Figure 20 : Niveau de vie médian selon l'âge en 2017 selon l'INSEE

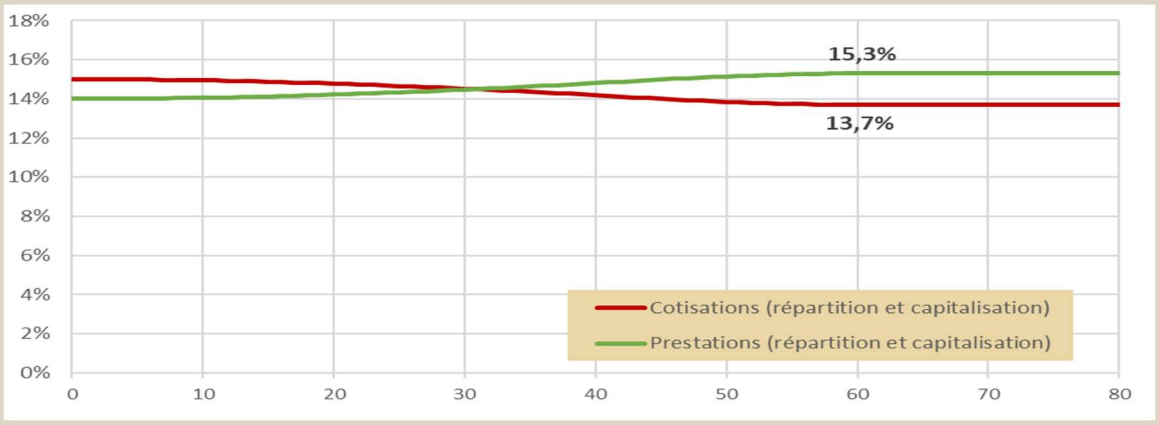


Source : INSEE Insee-DGFiP-Cnaf-Cnav-CCMSA, enquêtes Revenus fiscaux et sociaux 2012 à 2017
www.insee.fr/fr/statistiques/2416878#tableau-figure1_radio1

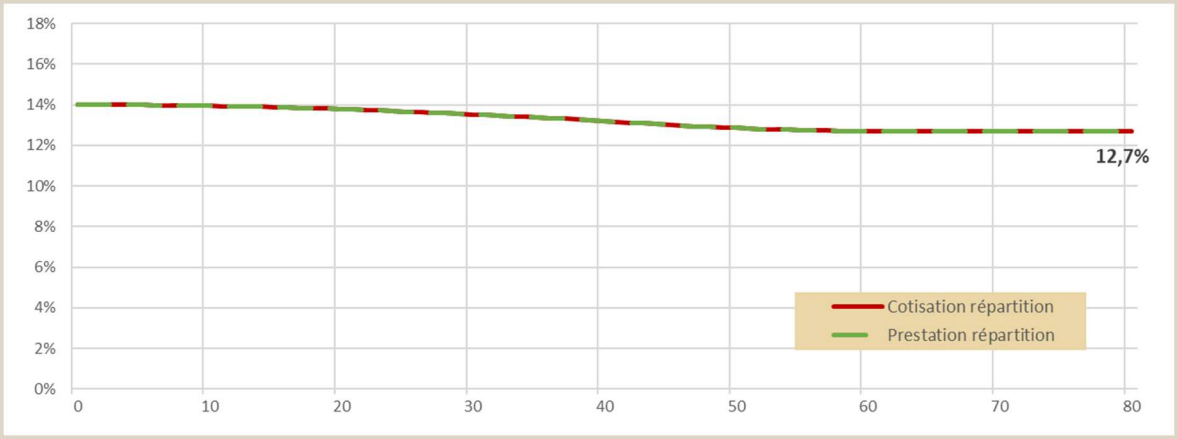
Zoom 7 : Quel impact si 50 % des gains sont affectés à une baisse des cotisations en répartition ?

Le jeu de simulation présenté dans ce zoom est construit à partir du scénario précédent, avec 1 % du PIB alimentant la répartition et générant 2,6 % de PIB de retraites (page 44). Au lieu d'être affecté en totalité à une hausse des pensions globales, la moitié (1,3 %) du gain (2,6 %) est affecté à une baisse des cotisations en répartition, en les faisant passer de 14 % à 12,7 %. Cela permet de distribuer 15,3 % du PIB aux retraités en ne prélevant que 13,7 % sur les actifs. En rythme de croisière, les cotisations en répartition représenteraient 93 % des cotisations retraites et 83 % des prestations retraites.

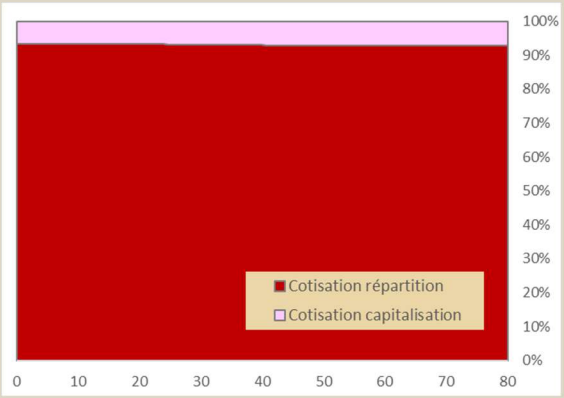
Cotisations et prestations de la répartition

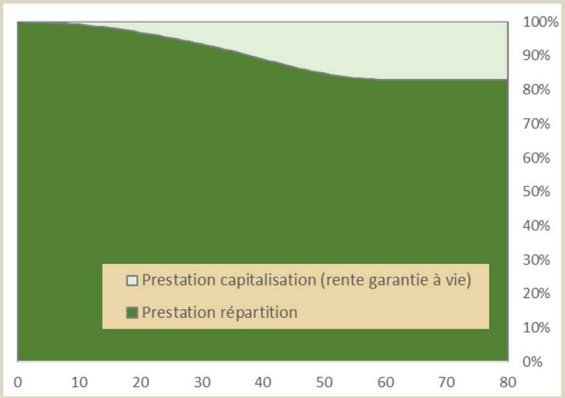


Cotisations et prestations d'un système mixte intégrant une capitalisation collective (2% du PIB et affectation 50% du gain à la baisse des cotisations en répartition) épaulant la répartition



Poids respectif de la répartition et de la capitalisation dans les cotisations et retraites

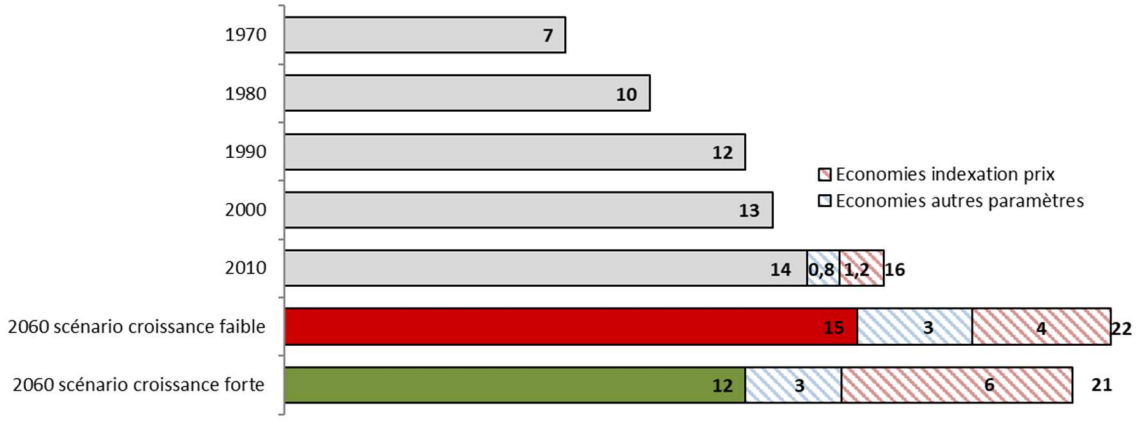




Confrontés à la baisse du rendement « implicite » de la répartition, les pouvoirs publics ont réagi depuis les années 1990 en dégradant les modalités de revalorisation des pensions. Si, à ce stade, les retraités apparaissent comme relativement privilégiés par rapport au reste de la population, cet état de fait ne devrait pas durer.

Depuis la fin des années 1980, les retraites par répartition ont été réformées ce qui a conduit à limiter la hausse du poids des dépenses de retraite dans le PIB d'environ 8 points[138]. Ces réformes sont loin d'être anecdotiques. L'INSEE considère que si l'on avait conservé l'intégralité des règles en vigueur au milieu des années 1980, les retraites par répartition auraient représenté plus de 20 % du PIB en 2060. Les réformes augmentant la durée de cotisation et repoussant l'âge de la retraite n'ont que partiellement compensé la détérioration du ratio entre actifs et retraités. L'augmentation du nombre d'années prises en compte pour le calcul du salaire de référence (25, suite à la réforme de 1993) ou de la durée de cotisation requise pour atteindre le « taux plein » (réformes de 1993, 2003 et 2014) n'ont constitué que la partie émergée de l'iceberg. Selon l'INSEE, c'est avant tout le changement des règles de revalorisation de la répartition, initié dès la fin des années 1980, qui explique la relative stabilité des dépenses de retraite que l'on connait[139]. Le choix de l'indexation sur les prix, étendu depuis aux retraites de la fonction publique en 2003, a un impact majeur. Les projections de l'INSEE montrent que cela permettrait d'économiser entre 4 et 6 % du PIB en 2060, soit plus que toutes les économies résultant des modifications des autres paramètres (Figure 21).

Figure 21 : Evolution constatée et projetée des dépenses de retraite par répartition en % du PIB



Lecture : en 2010, les dépenses liées aux retraites par répartition représentaient 14% du PIB. S'il n'y avait pas eu de réformes, il aurait fallu consacrer 16 % du PIB pour servir les prestations prévues. Les 2% d'économies se décomposent en 1,2% au titre de l'indexation sur les prix et 0,8 % au titre des autres évolutions intervenues depuis 1993. Les économies liées à l'indexation sur les prix conduiraient à une économie de 4 à 6 points de PIB à horizon 2060. Source : DREES pour 1970 à 2000 puis MARINO Anthony (2014), Vingt ans de réformes des retraites : quelle contribution des règles d'indexation ?, division Redistribution et politiques sociales, INSEE analyses, N°17, avril 2014, 4 pages.

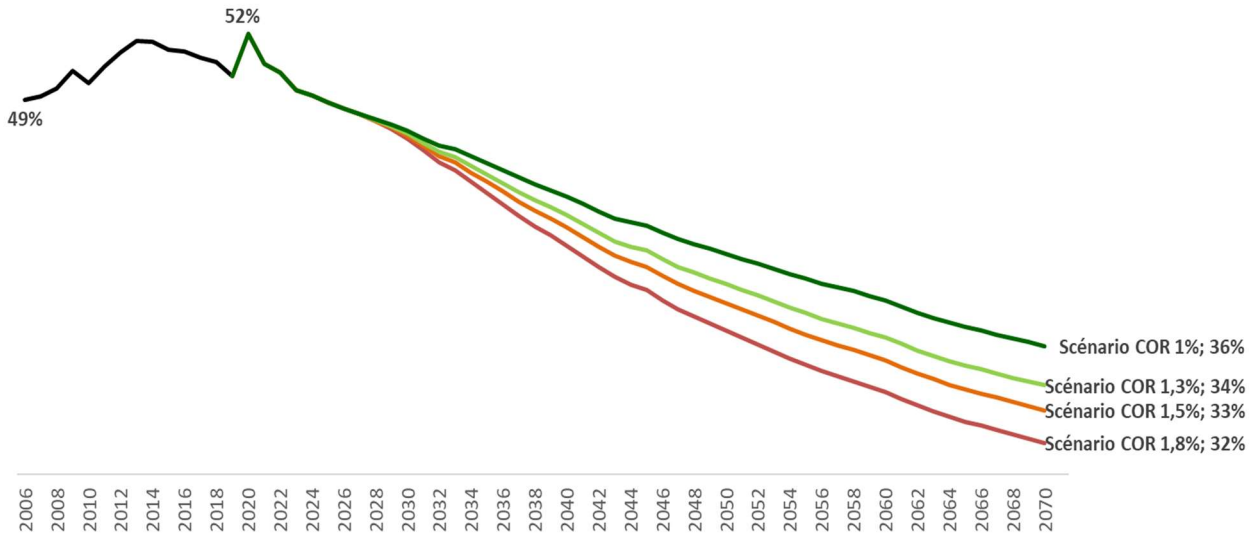
Cette modification des règles d'indexation, plus difficile à appréhender, pénalise à deux niveaux le pouvoir d'achat des retraités. D'une part, leur première pension est calculée à partir des cotisations versées, réévaluées en fonction de l'évolution des prix. Cela donne un résultat moins favorable qu'à l'époque où les cotisations étaient réévaluées selon la progression des salaires. D'autre part, les pensions distribuées sont réévaluées, elles aussi, en fonction de l'indice des prix. Cela explique l'appauvrissement relatif des retraités par rapport aux actifs, ces derniers bénéficiant

d'augmentations de salaires supérieures à la progression des prix. Cette évolution est loin d'être neutre.

En 2070, la pension moyenne représenterait entre 32 et 36 % du revenu d'activité brut moyen, salaire moyen, contre 52 % aujourd'hui. Et il n'y a rien à attendre pour les retraités d'un retour de la croissance. En effet, les chiffres montrent que plus la croissance serait forte, plus l'écart entre retraités et salariés se creuserait, à 32 % en bas de fourchette, les salaires progressant sensiblement plus vite que les retraites à venir ou déjà liquidées.

D'où l'attrait d'une couche complémentaire de capitalisation qui permettrait, à partir de 2050, de limiter la dégradation du pouvoir d'achat des retraités, inscrite dans la démographie.

Figure 22 : Pension moyenne de l'ensemble des retraités, relative au revenu d'activité moyen (en % du revenu d'activité moyen brut)



Source : projections COR juin 2021, figure 2.4.

Conforter le partage de la valeur et réduire les inégalités patrimoniales

La réduction des conflits pouvant survenir entre actifs et retraités, d'une part, et celle des inégalités entre ceux bénéficiant des rendements du capital ou pas, d'autre part, comptent parmi les autres avantages d'une capitalisation collective.

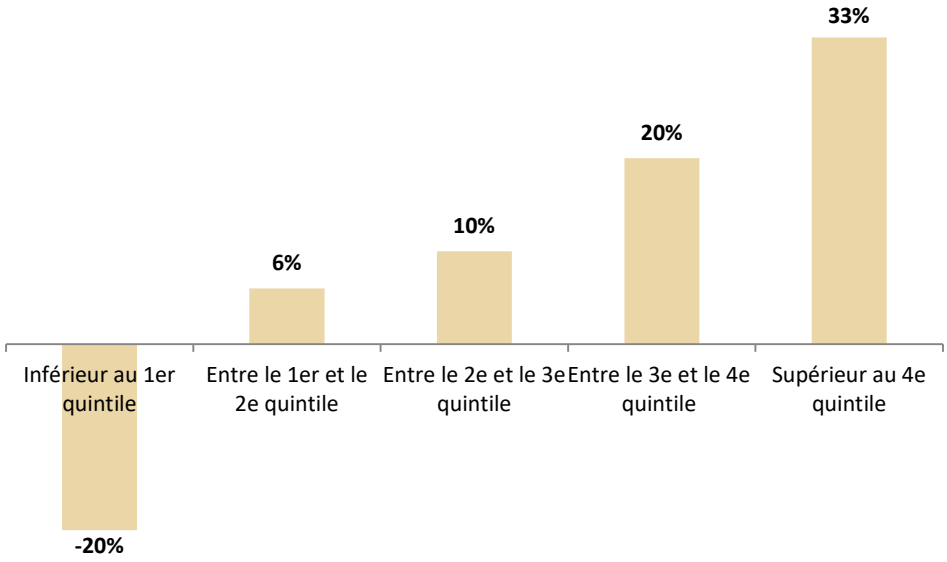
Selon des écrits de Patrick Artus et Florence Legros, une dose de « capitalisation générale » est doublement avantageuse. Tout d'abord, elle serait de nature à prévenir les conflits « entre générations », les actifs acceptant mal les hausses de taux de cotisations en période de vieillissement. Ensuite, elle permettrait de réduire les conflits entre les salariés des petites et grandes entreprises. A contrario, dans une situation de capitalisation « désorganisée », ces auteurs soulignent le risque que seuls les salariés des grandes entreprises (ou les plus informés) aient accès aux produits financiers efficaces[140]. C'est un phénomène courant lorsque l'on mise exclusivement sur les dispositifs facultatifs[141].

Leur crainte, exposée il y a une vingtaine d'années, fait toujours sens. Les chiffres montrent que les salariés des petites entreprises restent bien moins couverts par les produits d'épargne retraite. La

part des personnes adhérant à un contrat de retraite supplémentaire à cotisations définies (ex article 83…) augmente avec la taille de l'entreprise, avec 6 % des salariés des entreprises de 10 à 49 salariés concernés, contre 30 % pour les entreprises de 1 000 salariés ou plus en 2018[142]. On constate aussi un écart significatif pour les PERCO, mis en place à partir de 2003. En 2018, 4 % des salariés des entreprises de moins de 50 salariés étaient couverts par un PERCO contre 54 % des salariés dans les entreprises de 1 000 salariés ou plus[143].

D'une manière plus générale, la généralisation de fonds de pension complétant la répartition, sur le modèle de l'ERAFP, permettrait de réduire les inégalités patrimoniales. Répartition et capitalisation collectives sont, par construction, bien plus égalitaires que les épargnes individuelles, attirant plus spécifiquement les hauts revenus comme l'attestent les données de l'INSEE (Figure 23).

Figure 23 : Taux d'épargne selon le niveau de vie (en % du revenu disponible)



Source : GARBINTI Bertrand et LAMARCHE Pierre (2014), Qui épargne ? Qui désépargne ?, in Les revenus et le patrimoine des ménages, édition 2014, INSEE pp25-38.

Comme l'exposaient Denis Kessler et Dominique Strauss-Kahn dès 1982, « le développement important de la capitalisation collective aurait plutôt des effets favorables sur la distribution des fortunes » [144]. Selon eux, « l'inégalité qui résulterait de procédure de capitalisation collective gérée dans l'intérêt de l'épargnant est sans doute inférieure à celle qui découle des capitalisations individuelles pour lesquelles la chance, l'information, le montant de la fortune, etc. jouent un rôle discriminant essentiel »[145]. On retrouve cette approche chez Philippe Trainar, selon qui « la déconcentration de la distribution du capital offre un moyen bien plus prometteur de réduction des inégalités de patrimoine que la taxation du capital ou la pénalisation fiscale des fonds de pension »[146].

La capitalisation collective, conduisant à épargner une fraction des salaires, n'a pas de raison d'être plus inégalitaire que la distribution des revenus. Elle générerait des écarts du même ordre que la répartition, elle aussi alimentée par des cotisations sur les salaires (Tableau 14 page 62). Au passage, une dose de capitalisation collective serait de nature à corriger un biais français, avec des livrets

d'épargne administrés fléchant l'épargne populaire vers des produits présentant des rendements très faibles, ce qui creuse les inégalités de patrimoine au lieu de les réduire (Tableau 15).

Tableau 14 : comparaison des inégalités de niveau de vie et de patrimoine brut

	Niveau de vie (2017)	Patrimoine brut (2018)
1er décile (D1)	11 190 €	3 800 €
9ème décile (D9)	38 210 €	607 700 €
Rapport interdécile (D9/D1)	3,4	159,9
Indice de Gini	0,289	0,637

Sources : INSEE Références 2019 Fiche Niveaux de vie et redistribution, enquête Histoire de vie et Patrimoine 2017-2018.

Tableau 15 : Taux de détention par grand type d'actifs et de passifs, selon le décile de revenu disponible, en % début 2015

Indicateur	Ensemble patrimoine immobilier	Ensemble patrimoine financier	Dont Livrets défiscalisés	Dont Épargne logement	Dont Assurance vie	Dont Épargne retraite	Dont Épargne salariale
Ensemble	62,6	90,1	85,3	31,9	36,2	16,3	14,2
Décile de revenu disponible							
Inférieur au 1er décile	35,3	81,7	77,8	15,7	15,6	5,2	1,8
Entre 1er et 2e déciles	40,0	79,4	73,8	15,1	22,3	5,2	ns
Entre 2e et 3e déciles	42,6	85,6	79,5	19,4	28,8	9,7	6,2
Entre 3e et 4e déciles	53,6	88,3	84,0	26,1	32,0	9,9	7,7
Entre 4e et 5e déciles	56,0	90,7	85,8	27,7	34,2	12,7	10,5
Entre 5e et 6e déciles	68,8	90,5	85,7	31,4	36,6	13,5	10,8
Entre 6e et 7e déciles	69,9	93,1	89,3	37,5	39,3	18,3	16,8
Entre 7e et 8e déciles	83,3	96,0	91,3	46,3	43,5	18,5	20,7
Entre 8e et 9e déciles	84,6	96,4	92,9	42,8	45,9	28,2	29,3
Entre 9e décile et 95e centile	89,0	99,2	95,9	53,2	55,7	36,7	36,3
Entre 95e et 99e centiles	93,9	98,5	92,6	61,1	67,2	45,3	37,1
Supérieur au 99e centile	92,9	99,8	88,1	55,1	84,9	54,2	35,8

Source : INSEE, www.insee.fr/fr/statistiques/2908147?sommaire=2908186. Lecture : 62,6 % des français ont du patrimoine immobilier. C'est le cas de 35,3 % des 10 % les moins bien lotis (1er décile) et de 92,9 % du 1 % ayant le revenu disponible le plus important (dernier centile).

9. UNE DEMARCHE PARTENARIALE

Ce travail a été réalisé par les équipes de CroissancePlus (Thibaut Bechetoille et Céline Garrisson), de l'Institut économique Molinari (Cécile Philippe et Nicolas Marques), avec l'aide de Thibault Baranger et Laurent Frémont.

Il a été réalisé grâce à des entretiens avec notamment Xavier Fontanet, Jean-Pascal Beaufret, François Garçon, Emmanuel Grimaud, Sylvie Malécot, Christian Saint-Etienne, Pierre-Emmanuel Sassonia et d'autres experts des retraites et finances publiques qui, compte tenu de leurs fonctions, ne peuvent pas tous être cités.

Qu'ils en soient tous remerciés. Notre gratitude va également à toutes les personnes qui ont bien voulu nous faire part de leur point de vue ou de leur expérience, dans un esprit constructif et désintéressé.

10. ANNEXE : 3 SCENARIOS DE MONTEE EN PUISSANCE DE LA CAPITALISATION

Capitalisation de 0,5% du PIB	0	10	20	30	40	50	60 ans	%
Capitaux déjà capitalisés année(s) d'avant	**0,0%**	**5,3%**	**10,8%**	**15,6%**	**18,5%**	**18,7%**	**18,7%**	du PIB
Versements annuels	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	du PIB
Rendement de la capitalisation	0,0%	0,2%	0,5%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	du PIB
Sommes servant à financer les nouvelles rentes	0,0%	-0,2%	-0,4%	-0,8%	-1,2%	-1,3%	-1,3%	du PIB
Capitaux capitalisés en fin d'année	**0,5%**	**5,8%**	**11,3%**	**16,0%**	**18,6%**	**18,7%**	**18,7%**	du PIB
Rentes distribuées	0,0%	0,1%	0,2%	0,5%	0,8%	1,1%	1,3%	du PIB
Capitaux permettant le service des rentes	**0,0%**	**0,9%**	**2,8%**	**5,5%**	**9,0%**	**11,9%**	**12,4%**	du PIB
Capitaux capitalisés + dédiés aux rentes	**0,0%**	**6,2%**	**13,6%**	**21,1%**	**27,5%**	**30,6%**	**31,1%**	du PIB
Rendement moyen (capitalisation + rentes)	*5,2%*	*3,8%*	*3,7%*	*3,6%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*des encours*
Cotisations retraites	**14,5%**	**14,5%**	**14,5%**	**14,5%**	**14,5%**	**14,5%**	**14,5%**	du PIB
Poids de la capitalisation dans les cotisations	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*des cotisations*
Prestations retraites	**14,0%**	**14,1%**	**14,2%**	**14,5%**	**14,8%**	**15,1%**	**15,3%**	du PIB
Poids de la capitalisation dans les retraites	*0%*	*1%*	*3%*	*5%*	*8%*	*9%*	*9%*	*des prestations*
Capitalisation de 1 % du PIB	**0**	**10**	**20**	**30**	**40**	**50**	**60 ans**	**%**
Capitaux déjà capitalisés année(s) d'avant	**0,0%**	**10,6%**	**21,5%**	**31,3%**	**37,0%**	**37,4%**	**37,4%**	du PIB
Versements annuels	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	du PIB
Rendement de la capitalisation	0,1%	0,5%	1,0%	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%	du PIB
Sommes servant à financer les nouvelles rentes	0,0%	-0,4%	-0,9%	-1,5%	-2,4%	-2,6%	-2,6%	du PIB
Capitaux capitalisés en fin d'année	**1,0%**	**11,7%**	**22,6%**	**32,1%**	**37,2%**	**37,4%**	**37,4%**	du PIB
Rentes distribuées	0,0%	0,1%	0,4%	0,9%	1,6%	2,3%	2,6%	du PIB
Capitaux permettant le service des rentes	**0,0%**	**1,8%**	**5,7%**	**10,9%**	**17,9%**	**23,7%**	**24,9%**	du PIB
Capitaux capitalisés + dédiés aux rentes	**0,0%**	**12,4%**	**27,2%**	**42,2%**	**54,9%**	**61,2%**	**62,3%**	du PIB
Rendement moyen (capitalisation + rentes)	*5,2%*	*3,8%*	*3,7%*	*3,6%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*des encours*
Cotisations retraites	**15,0%**	**15,0%**	**15,0%**	**15,0%**	**15,0%**	**15,0%**	**15,0%**	du PIB
Poids de la capitalisation dans les cotisations	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*des cotisations*
Prestations retraites	**14,0%**	**14,1%**	**14,4%**	**14,9%**	**15,6%**	**16,3%**	**16,6%**	du PIB
Poids de la capitalisation dans les retraites	*0%*	*3%*	*6%*	*10%*	*15%*	*16%*	*16%*	*des prestations*

Capitalisation de 1% du PIB et baisse de la répartition de 50% du gain de la capitalisation	0	10	20	30	40	50	60 ans	%
Capitaux déjà capitalisés année(s) d'avant	**0,0%**	**10,6%**	**21,5%**	**31,3%**	**37,0%**	**37,4%**	**37,4%**	**du PIB**
Versements annuels	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	du PIB
Rendement de la capitalisation	0,1%	0,5%	1,0%	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%	du PIB
Sommes servant à financer les nouvelles rentes	0,0%	-0,4%	-0,9%	-1,5%	-2,4%	-2,6%	-2,6%	du PIB
Capitaux capitalisés en fin d'année	**1,0%**	**11,7%**	**22,6%**	**32,1%**	**37,2%**	**37,4%**	**37,4%**	**du PIB**
Rentes distribuées	0,0%	0,1%	0,4%	0,9%	1,6%	2,3%	2,6%	du PIB
Capitaux permettant le service des rentes	**0,0%**	**1,8%**	**5,7%**	**10,9%**	**17,9%**	**23,7%**	**24,9%**	**du PIB**
Capitaux capitalisés + dédiés aux rentes	**0,0%**	**12,4%**	**27,2%**	**42,2%**	**54,9%**	**61,2%**	**62,3%**	**du PIB**
Rendement moyen (capitalisation + rentes)	*5,2%*	*3,8%*	*3,7%*	*3,6%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*des encours*
Cotisations retraites	**15,0%**	**14,9%**	**14,8%**	**14,5%**	**14,2%**	**13,9%**	**13,7%**	**du PIB**
Poids de la capitalisation dans les cotisations	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*des cotisations*
Prestations retraites	**14,0%**	**14,1%**	**14,2%**	**14,5%**	**14,8%**	**15,1%**	**15,3%**	**du PIB**
Poids de la capitalisation dans les retraites	*0%*	*3%*	*6%*	*11%*	*16%*	*17%*	*17%*	*des prestations*

Source : Institut économique Molinari

11. LISTE DES FIGURES, TABLEAUX ET ZOOM

Figure 1 : Evolutions du PIB par tête depuis 1970 et 1995 (base 100, parité de pouvoir d'achat de 2015) 16
Figure 2 : Age moyen de retrait du marché du travail des Hommes de 1970 à 2018..... 17
Figure 3 : Une rentabilité économique qui se dégrade (part de la France dans l'UE à 28)..... 18
Figure 4: Evolution du solde commercial français depuis 1960 (en % du PIB) 19
Figure 5 : Evolution comparée de la dette des sociétés non financières en % du PIB de 2001 à 2020 21
Figure 6 : Ratios de dette des agents non financiers en France (en % du PIB) 22
Figure 7 : Comparaison du taux de chômage en France et dans l'UE (en % de la population active) .. 25
Figure 8 : Evolution du nombre de retraités par cotisant actif occupé et des dépenses de retraite (% du PIB) 26
Figure 9 : Evolution du nombre de retraités pour un cotisant actif occupé et du chômage (au sens du BIT) 27
Figure 10 : Evolution depuis 1959 des dépenses de retraite et des déficits publics (% du PIB) 27
Figure 11 : Evolution du stock patrimonial national français..... 35
Figure 12 : Actif net en valeur économique depuis la création de l'ERAFP (en milliard d'euros)..... 38
Figure 13 : Cotisations et prestations d'une capitalisation collective (avec 0,5 % du PIB par an)..... 41
Figure 14 : Cotisations et prestations de la répartition stabilisée 42
Figure 15 : Cotisations et prestations d'un système mixte intégrant une capitalisation collective (avec 0,5 % du PIB par an) épaulant la répartition..... 42
Figure 16 : Poids respectif de la répartition et de la capitalisation (avec 0,5 % du PIB par an) dans les cotisations et retraites 42
Figure 17 : Cotisations et prestations d'un système mixte intégrant une capitalisation collective (avec 1 % du PIB par an) épaulant la répartition..... 45
Figure 18 : Poids respectif de la répartition et de la capitalisation (avec 1 % du PIB par an) dans les cotisations et retraites 45
Figure 19 : Part des prélèvements obligatoires dans le coût total employeur 54
Figure 20 : Niveau de vie médian selon l'âge en 2017 selon l'INSEE 57
Figure 21 : Evolution constatée et projetée des dépenses de retraite par répartition en % du PIB 59
Figure 22 : Pension moyenne de l'ensemble des retraités, relative au revenu d'activité moyen (en % du revenu d'activité moyen brut) 60
Figure 23 : Taux d'épargne selon le niveau de vie (en % du revenu disponible) 61

Tableau 1 : Evolution de la position de la France parmi les 25 pays ayant le PIB par tête plus élevé de 1970 à 2019 17
Tableau 2 : Chômage en trop en France en 2019 25
Tableau 3 : Evolution des dépenses publiques retraite ou autres de 1959 à 2018 26
Tableau 4 : Rendements réels des actions et implicites de la répartition entre 1917 et 2016 (net d'inflation) 30
Tableau 5 : Projection des différentiels de rendement entre répartition et capitalisation selon les r et g retenus par Piketty 31
Tableau 6 : Principales structures pratiquant la capitalisation collective en France 33
Tableau 7 : Classement des capitalisations françaises selon leur assise et logique 34
Tableau 8 : Poids et rendement des fonds de pension privés selon l'OCDE 44
Tableau 9 : Poids des fonds de réserve publics dans l'OCDE 49
Tableau 10 : Evolution des encours capitalisés ou provisionnés des produits retraite de type Pacte (2006-2019, en euros courants et points de PIB) 53
Tableau 11 : Part de la retraite supplémentaire dans l'ensemble des régimes de retraite (obligatoire et facultative) 53
Tableau 12 : Charges sociales sur les versements des entreprises permettant de constituer une épargne retraite dans le cadre des PER (ex PERCO, article 83…) 54
Tableau 15 : comparaison des inégalités de niveau de vie et de patrimoine brut 62
Tableau 16 : Taux de détention par grand type d'actifs et de passifs, selon le décile de revenu disponible, en % début 2015 62

Zoom 1 : Quel différentiel de rendement entre répartition et capitalisation en France entre 1982 et 2019 31
Zoom 2 : La répartition : une taxe « pure » ou « implicite » de 50 à 70 % 32
Zoom 3 : Un enjeu au-delà des clivages politiques 36
Zoom 4 : Une montée en puissance de la capitalisation neutre pour la fiche de paie grâce à la baisse des impôts de production 43
Zoom 5 : Répartition et capitalisation, deux techniques complémentaires 47
Zoom 6 : L'expérience du Fonds de réserve pour les retraites montre que, faute de protection, les réserves sont exposées au risque politique 50
Zoom 7 : Quel impact si 50 % des gains sont affectés à une baisse des cotisations en répartition ?... 58

12. SOURCES

Abadie, A. (2021). Solvabilité 2 : une révision cruciale pour l'investissement des assureurs français. *Argus de l'Assurance*. Repéré à https://www.argusdelassurance.com/juriscope/actualite-juridique/solvabilite-2-une-revision-cruciale-pour-l-investissement-des-assureurs-francais.179134

Abbas, H. (2020). Des évolutions du niveau de vie contrastées au moment du départ à la retraite - Insee Première - 1792. *INSEE Première*, (1792). Repéré à https://www.insee.fr/fr/statistiques/4308750

Artus, P. et Legros, F. (1999). *Le choix du système de retraite*. Paris : Economica.

Association française de gestion. (2021). *L'épargne salariale et l'épargne retraite d'entreprise collective. Données d'enquête à fin 2020* (p. 1 à 4). Paris : Association française de gestion (AFG). Repéré à https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2021/03/2021-03-18-afg-etudes-eco-epargne-salariale-2020.pdf

Babeau, A. (2015). Les remboursements d'emprunts dans l'épargne des ménages. *Revue d'economie financiere*, *n° 118*(2), 251-282. Repéré à https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2015-2-page-251.htm

Baverez, N. (2004). *La France qui tombe*. Paris : Perrin.

Bechetoille, T., Boujnah, S. et Blard, T. (2019, 31 décembre). L'entrée en Bourse, un moyen de transformer l'essai. *Les Echos Executives*. Repéré à https://business.lesechos.fr/entrepreneurs/financer-sa-croissance/0602462265492-l-entree-en-bourse-un-moyen-de-transformer-l-essai-334042.php#Xtor=AD-6000

Bechetoille, T., Gaillard, D., Fontanet, X. et de Rozières, A. (2020, 19 novembre). «Fiscalité: incitons davantage l'actionnariat salarié dans les PME et ETI familiales» (Tribune). *L'Opinion*. Repéré à https://www.lopinion.fr/edition/economie/fiscalite-incitons-davantage-l-actionnariat-salarie-dans-pme-eti-229326

Bentata, P. (2019). *Education la France peut mieux faire, évaluation de l'efficacité du système d'éducation et de formation en France* (p. 36). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari.

Berger, S. (2013). *Making in America: From Innovation to Market*. MIT Press.

Blanchet, D. (1998). Le débat répartition-capitalisation: un état des lieux. *Retraite et épargne*, *7*.

Bodie, Z., Merton, R. et Samuelson, W. F. (1992). Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *16*(3-4), 427-449. Repéré à https://econpapers.repec.org/article/eeedyncon/v_3a16_3ay_3a1992_3ai_3a3-4_3ap_3a427-449.htm

Boisseau, L. (2020a, 12 février). L'hémorragie d'analystes financiers menace la Bourse de Paris. *Les Echos*. Repéré à https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/lhemorragie-danalystes-financiers-menace-la-bourse-de-paris-1171229

Boisseau, L. (2020b, 30 juillet). La place de Paris déçue par les changements proposés par Bruxelles sur l'analyse financière. *Les Echos*. Repéré à https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-place-de-paris-decue-par-les-changements-proposes-par-bruxelles-sur-lanalyse-financiere-1227380

Bollon, P. et Cossic, G. (1997). La « loi Thomas » : un dispositif permettant d'assurer l'avenir des retraites des salariés du secteur privé. *Revue d'économie financière*, (40), 263-272. Repéré à https://www.jstor.org/stable/42905129

Boudet, A. (2021, 14 avril). Chantiers de l'Atlantique : l'Etat ferme la porte à Jean-Claude Bourrelier. *Les Echos*. Repéré à https://www.lesechos.fr/industrie-services/industrie-lourde/exclusif-chantiers-de-latlantique-letat-ferme-la-porte-a-jean-claude-bourrelier-1306733

Bouhakkou, L., Coën, A. et Folus, D. (2019). A Portfolio Approach to The Optimal Mix of Funded and Unfunded Pensions. *Applied Economics*, *52*. doi:10.1080/00036846.2019.1678728

Breton, T. (2021, 9 mai). VIDEO. Covid-19 : L'Europe est devenue « le premier continent du monde en matière de fabrication vaccinale en moins de dix mois », assure Thierry Breton. *Franceinfo*. Repéré à https://www.francetvinfo.fr/sante/maladie/coronavirus/vaccin/video-covid-19-l-europe-est-devenue-le-premier-continent-du-monde-en-matiere-de-fabrication-vaccinale-en-moins-de-dix-mois-assure-thierry-breton_4617339.html

Caisse nationale d'assurance vieillesse, C. (2020). *Recueil statistique 2019*. Paris : Caisse nationale d'assurance vieillesse. Repéré à https://www.statistiques-recherches.cnav.fr/recueil-statistique-2019.html

Caron, F. (2010). *La dynamique de l'innovation : Changement technique et changement social (XVIe-XXe siècle)* (nrf). Paris : Gallimard.

Collectif de personnalités. (2020, 25 août). Baisser les impôts de production, une urgence économique et sociale. *Les Echos*. Repéré à https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-baisser-les-impots-de-production-une-urgence-economique-et-sociale-1236425

Commission nationale d'évaluation des politiques d'innovation, C. (2021). *Évaluation du Crédit d'impôt recherche* (p. 138). Paris : France Stratégie. Repéré à https://www.strategie.gouv.fr/publications/evaluation-credit-dimpot-recherche-rapport-cnepi-2021

Conseil d'orientation des retraites. (2020). *Evolutions et perspectives des retraites en France* (p. 320). Paris : conseil d'orientation des retraites. Repéré à https://www.cor-retraites.fr/index.php/node/545

Conseil d'orientation des retraites, C. (2021). *Evolutions et perspectives des retraites en France* (p. 328). Paris : conseil d'orientation des retraites. Repéré à https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2021-06/Rapport_en_ligne_0.pdf

Davanne, O., Lorenzi, J.-H. et Morin, F. (s. d.). *Retraite et épargne* (p. 230). Conseil d'analyse économique. Repéré à https://www.cae-eco.fr/Retraite-et-epargne

Davanne, O. et Pujol, T. (1997). Analyse économique de la retraite par répartition. *Revue française d'économie*, *12*(1), 33-56. doi:10.3406/rfeco.1997.1014

Davis, E. P. (1998). *Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*. Oxford : Oxford University Press. doi:10.1093/acprof:oso/9780198293040.001.0001

Desfossés, P. (2016). Les fonds de pension à la française. *Regards*, N° 49(1), 93-105. Repéré à https://www.cairn.info/revue-regards-2016-1-page-93.htm

Devolder, P. et Melis, R. (2015). Optimal Mix Between Pay As You Go And Funding For Pension Liabilities In A Stochastic Framework. *ASTIN Bulletin*, *45*(3), 551-575. Repéré à https://econpapers.repec.org/article/cupastinb/v_3a45_3ay_3a2015_3ai_3a03_3ap_3a551-575_5f00.htm

Didier, M. et Ouvrard, J.-F. (2016). *L'impôt sur le capital au XXIe siècle*. Paris : Economica. Repéré à http://www.rexecode.fr/Analyses-et-previsions/A-noter/L-impot-sur-le-capital-au-XXIe-siecle

Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques, D. (2021). *Les retraités et les retraites - édition 2021* (p. 294). Paris : Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques. Repéré à https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/publications-documents-de-reference/panoramas-de-la-drees/les-retraites-et-les-retraites-edition-0

Facchini, F. (2019). Repenser la réforme des retraites à l'aune de la diversité des régimes et des projets individuels. *Journal des libertés*, *N°7*, 111-135. Repéré à https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-03195335

Feldstein, M. (1998). Privatizing Social Security. University of Chicago Press. Repéré à https://www.nber.org/books-and-chapters/privatizing-social-security

Feldstein, M. et Samwick, A. (1996). *The Transition Path in Privatizing Social Security* ([Working Paper] nº 5761). National Bureau of Economic Research. doi:10.3386/w5761

FFA. (2021, 31 mars). La dynamique de reprise de l'assurance vie se poursuit en février 2021. *Fédération Française de l'Assurance*. Repéré à https://www.ffa-assurance.fr/etudes-et-chiffres-cles/la-dynamique-de-reprise-de-assurance-vie-se-poursuit-en-fevrier-2021

Folus, D. (2015). *Vers une épargne-retraite obligatoire en France ? Enjeux de la transition* ([Note de la Chaire Transitions démographiques, transitions économiques (TDTE)]). Paris : Caisse des dépôts.

Fonds de Réserve pour les Retraites, F. (2020). *Rapport annuel 2019* (p. 112). Paris : Fonds de réserve pour les retraites. Repéré à https://www.fondsdereserve.fr/fr/publications/rapports-annuels

Fontagné, L. et Lorenzi, H. (2005). *Désindustrialisation, délocalisations* (p. 400). Paris : Conseil d'analyse économique. Repéré à https://www.cae-eco.fr/Desindustrialisation-delocalisations

Fontanet, X. (2014, 23 janvier). Travailleur et investisseur, des intérêts opposés ou harmonieux ? *L'AGEFI*. Repéré à https://www.agefi.fr/corporate/actualites/hebdo/20151210/travailleur-investisseur-interets-opposes-150951

France Stratégie. (2020a). *Les politiques industrielles en France. Evolutions et comparaisons internationales. Synthèse* (p. 1 à 32). Paris : France Stratégie.

France Stratégie. (2020b). *Les politiques industrielles en France. Evolutions et comparaisons internationales. Volume 1* (p. 1 à 260). Paris : France Stratégie. Repéré à https://www.vie-publique.fr/rapport/277305-rapport-sur-les-politiques-industrielles-en-france

France Stratégie. (2020c). *Les politiques industrielles en France. Evolutions et comparaisons internationales. Volume 2* (p. 1 à 338). Paris : France Stratégie. Repéré à https://www.vie-publique.fr/rapport/277305-rapport-sur-les-politiques-industrielles-en-france

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 17. Repéré à https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf

Frocrain, P. et Giraud, P.-N. (2018). L'évolution de l'emploi dans les secteurs exposés et abrités en France. *Economie et Statistique / Economics and Statistics*, (503-504), 87-107. doi:10.24187/ecostat.2018.503d.1959

Gallais-Hamonno, G. et Arbulu, P. (1995). La rentabilité réelle des actifs boursiers de 1950 à 1992. *Economie et Statistique*, *281*(1), 3-30. doi:10.3406/estat.1995.5927

Garçon, F. (2021). *France, démocratie défaillante: Il est temps de s'inspirer de la Suisse*. Paris : L'artilleur.

Garello, J. (2014). *Comment sauver nos retraites*. Les Editions du libréchange.

Garros, H. (2021, mai). La capitalisation des retraites : un levier politique efficace en temps de crise. *Banque & Strategie*, *ENASS Papers 21*. Repéré à http://www.revue-banque.fr/banque-detail-assurance/article/capitalisation-des-retraites-un-levier-politique-e

Girard, L. (2001, 27 juin). Alcatel veut devenir une « entreprise sans usine ». *Le Monde*. Repéré à https://www.lemonde.fr/archives/article/2001/06/27/alcatel-veut-devenir-une-entreprise-sans-usine_203195_1819218.html

Gire, X., Attia, A. et Bechetoille, T. (2020). *Propositions de la Place de Paris pour accompagner la relance* (p. 1 à 19). Paris : CroissancePlus, Paris Europlace et Euronext. Repéré à https://paris-europlace.com/fr/file/3326/download?token=LSQIgaBS

Godard, J. (2019). Loi Pacte : « L'assurance vie s'ouvre davantage au capital investissement ». *Argus de l'Assurance*. Repéré à https://www.argusdelassurance.com/epargne/assurance-vie/loi-pacte-l-assurance-vie-s-ouvre-davantage-au-capital-investissement-julien-godard.155869

Grallet, G. et Tourbe, C. (2021, 5 juillet). Stéphane Bancel : « Le virus ne disparaîtra pas de la planète ! ». *Le Point*. Repéré à https://www.lepoint.fr/sciences-nature/stephane-bancel-le-virus-ne-disparaitra-pas-de-la-planete-05-07-2021-2434159_1924.php

Guette-Khiter, C. (2020). La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2019 et début 2020. *Bulletin de la Banque de France*, (231). Repéré à https://publications.banque-france.fr/la-detention-par-les-non-residents-des-actions-des-societes-francaises-du-cac-40-fin-2019-et-debut

Guyard, J. (1965). *Le miracle français*. Paris : Seuil.

Hamayon, S. et Legros, F. (1999). Transition des systèmes de retraite et mesure du risque des fonds capitalisés: Une méthode appliquée à l'exemple roumain. *Revue économique*, *50*(6), 1275-1292. doi:10.2307/3502649

Hyppolite, P.-A. et Michon, P.-A. (2018). *Les géants du numérique (1) : magnats de la finance* (p. 1 à 80). Paris : Fondapol. Repéré à https://www.fondapol.org/etude/les-geants-du-numerique-1-magnats-de-la-finance/

Insee. (2021, 18 mars). Chômage selon le sexe et l'âge. Repéré à https://www.insee.fr/fr/statistiques/2489498#figure1_radio4

Institut économique Molinari. (2020). *Les impôts de production, un mal français*. Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari. Repéré à https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/sites/17/2020/06/le_point_sur_les_impots_de_production.pdf

Jaurès, J. (1909, 27 décembre). Capitalisme et capitalisation. *L'Humanité*, p. 1.

Jaurès, J. (1910, 1 janvier). Tous escrocs ! *L'Humanité*, p. 1.

Kessler, D. et Strauss-Kahn, D. (1982). *L'épargne et la retraite : l'avenir des retraites préfinancées*. Paris : Economica.

Kotlikoff, L. J. (1996). *Simulating the Privatization of Social Security in General Equilibrium* ([Working Paper] n° 5776). National Bureau of Economic Research. doi:10.3386/w5776

Lallement, R. (2020). *Les facteurs de localisation des investissements directs étrangers en Europe* (n° 2020-16, document de travail, novembre) (p. 1 à 57). Paris : France stratégie. Repéré à https://www.strategie.gouv.fr/publications/facteurs-de-localisation-investissements-directs-etrangers-europe

Larosière (de), J. (2021). *40 ans d'égarements économiques, Quelques idées pour en sortir*. Paris : Éditions Odile Jacob. Repéré à https://www.odilejacob.fr/catalogue/sciences-humaines/economie-et-finance/40-ans-d-egarements-economiques_9782738152589.php

Le Floch-Prigent, L. (2020). *Pour une France industrielle*. Paris : Elytel éditions.

Lutfalla, M. (2019). *Une histoire de la dette publique en France* (Classiques). Paris : Garnier. Repéré à https://classiques-garnier.com/une-histoire-de-la-dette-publique-en-france.html

Malécot, S. et Marques, N. (2021). Interview de Jacques de Larosière. *Institutionnels, la lettre d'information trimestrielle de l'association française des investisseurs institutionnels (Af2i)*, (61), 12-14. Repéré à https://www.af2i.org/investisseurs-institutionnels/telecharger/af2i-telecharger-ok.cfm?docname=publications/documents/207/Af2i_Institutionnels_n61.pdf&rubrique=dl_docs_pages&id=1336885

Malgouyres, C. (2017). The Impact of Chinese Import Competition on the Local Structure of Employment and Wages: Evidence from France. *Journal of Regional Science*, *57*(3), 411-441. doi:https://doi.org/10.1111/jors.12303

Marques, N. et Philippe, C. (2019). *Retraites françaises, sortir de l'impasse, préparer l'avenir* (p. 68). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari avec Contrepoints. Repéré à https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/sites/17/2019/12/etude_retraites_francaises2019.pdf

Marques, N. et Philippe, C. (2020). *Le jour où les Etats de l'Union européenne ont dépensé toutes leurs recettes annuelles* (p. 36). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari. Repéré à https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/sites/17/2020/11/recettes-fiscales-eu-2020_fr.pdf

Marques, N., Philippe, C. et Rogers, J. (2020). *La pression sociale et fiscale réelle du salarié moyen au sein de l'UE en 2020* (p. 44). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari. Repéré à https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/sites/17/2020/07/fardeau-fiscal-eu-2020.pdf

Martin, P. et Paris, H. (2020). *Éclairages complémentaires sur les impôts sur la production* (n° 042-2020, Focus, 3 juillet 2020) (p. 1 à 18). Paris : Conseil d'analyse économique. Repéré à https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-focus042.pdf

Martin, P. et Trannoy, A. (2019). *Les impôts sur (ou contre) la production* (n° 53, les notes du conseil d'analyse économique, juin 2019) (p. 1 à 12). Paris : Conseil d'analyse économique. Repéré à https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-note053.pdf

Merton, R. (1983). *On the Role of Social Security as a Means for Efficient Risk Sharing in an Economy Where Human Capital Is Not Tradable* ([NBER Chapters]) (p. 325-358). National Bureau of Economic Research, Inc. Repéré à https://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/6037.htm

Milanovic, B. (2016). *Increasing Capital Income Share and its Effect on Personal Income Inequality* (n° 663). *LIS Working papers*. LIS Cross-National Data Center in Luxembourg. Repéré à https://ideas.repec.org/p/lis/liswps/663.html

Mironova, E. et Villaume, S. (2019). Forte croissance du nombre de travailleurs frontaliers vers la Suisse et le Luxembourg. *Insee Première*, (1755), 1 à 4. Repéré à https://www.insee.fr/fr/statistiques/4164642#sources

Morice, L. (2014, 24 avril). Alstom à vendre : « La France est un pays capitaliste... sans capital ». *L'Obs*. Repéré à https://www.nouvelobs.com/economie/20140428.OBS5442/alstom-a-vendre-la-france-est-un-pays-capitaliste-sans-capital.html

Morin, F., Davanne, O. et Lorenzi, J.-H. (1998). *Retraites et épargne* (p. 232). La Documentation Française. Repéré à https://www.cae-eco.fr/Retraite-et-epargne

Noblecourt, M. (2010, 25 septembre). Comment est née la retraite à 60 ans. *Le Monde*. Repéré à https://www.lemonde.fr/politique/article/2010/09/25/comment-est-nee-la-retraite-a-60-ans_1415000_823448.html

Olivennes, D. (1994). La préférence française pour le chômage. *Le Débat*, (n°82), 138-153.

Olivennes, D. (2019). *Le délicieux malheur français*. Paris : Albin Michel.

Philippe, C. (2021a, 5 mars). Pas de capital, pas de vaccin. *La Tribune*. Repéré à https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/pas-de-capital-pas-de-vaccin-879281.html

Philippe, C. (2021b, 17 avril). Vaccins, le choix passe par l'argent ou le temps. *Marianne*. Repéré à https://www.marianne.net/agora/tribunes-libres/vaccins-le-choix-passe-par-largent-ou-le-temps

Philippe, C. (2021c, 14 juin). Les retraites doivent être au coeur de la présidentielle. *Les Echos*. Repéré à https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-les-retraites-doivent-etre-au-coeur-de-la-presidentielle-1323212

Piketty, T. (2013). *Le Capital au XXIème siècle*. Paris : Seuil.

Pisano, G. P. et Shih, W. C. (2009, 1 juillet). Restoring American Competitiveness. *Harvard Business Review*. Repéré à https://hbr.org/2009/07/restoring-american-competitiveness

Pison, G. (2019). Le nombre et la part des immigrés dans la population : comparaisons internationales. *Population et Sociétés*, (563), 1 à 4. Repéré à https://www.ined.fr/fr/publications/editions/population-et-societes/nombre-part-immigres-dans-population-comparaisons-internationales-2019/

Poznanski, R. (2017, 17 novembre). Bien gérer sa fin de carrière avant la retraite. *Les Echos*. Repéré à https://www.lesechos.fr/2017/11/bien-gerer-sa-fin-de-carriere-avant-la-retraite-188302

République française. (2020). *Etude d'impact projet de loi organique relatif au Système universel de retraite* (n° NOR : SSAX1936435L/Bleue-1) (p. 1029). Paris. Repéré à https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/textes/l15b2623_etude-impact.pdf

Retraite additionnelle de la fonction publique, E. (2021). *Rapport annuel 2020* (p. 156). Paris : Etablissement de Retraite additionnelle de la fonction publique. Repéré à https://www.rafp.fr/sites/rafp_fr/files/publication/file/rafp-ra-2020-bat.pdf

Riochet, V. (2019, 6 juin). Les fonds alternatifs décrochent la palme - Actualités Asset Management. *L'AGEFI*. Repéré à https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20190613/fonds-alternatifs-decrochent-palme-276443

Saint-Etienne, C. (2004). Réforme des retraites en France, bilan et perspectives. *Revue française d'économie*, *19*(2), 61-87. doi:10.3406/rfeco.2004.1547

Saint-Etienne, C. (2020). *Libéralisme stratège contre le chaos du monde*. Paris : Éditions Odile Jacob.

Saint-Etienne, C. (2021, 19 janvier). Tribune «Comment éviter un effondrement de l'économie en 2021». *L'Opinion*. Repéré à https://www.lopinion.fr/edition/economie/comment-eviter-effondrement-l-economie-en-2021-tribune-christian-saint-233754

Salin, P. (2010). *Revenir au capitalisme, Pour éviter les crises*. Paris : Odile Jacob.

Samuelson, P. (1958). An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money. *Journal of Political Economy*, *66*, 467-482. Repéré à https://econpapers.repec.org/article/ucpjpolec/v_3a66_3ay_3a1958_3ap_3a467.htm

Siebert, H. (1997). *Pay-as-you-go versus capital funded pension systems: the issues* ([Working Paper] n° 816). Kiel Working Paper. Repéré à https://www.econstor.eu/handle/10419/962

Soubranne, Q. (2020, 7 décembre). Marché : La capitalisation totale des Bourses mondiales dépasse 100.000 milliards de dollars. *BFM Bourse*. Repéré à https://www.tradingsat.com/actualites/marches-financiers/la-capitalisation-totale-des-bourses-mondiales-depasse-100000-milliards-de-dollars-943749.html

Task force investissement de long terme de la place de Paris présidée par Gérard de la Martinière. Avant propos de Jacques de Larosière. (2018). *Oser le Long Terme. Refonder l'investissement pour l'Europe de demain* (p. 1 à 66). Paris. Repéré à https://www.af2i.org/docs/actualites/docs/1189/FR_-_Rapport_LTI.PDF

Trainar, P. (2017). La création de fonds de pension est-elle encore utile dans les économies avancées ? *Revue d'economie financiere*, *N° 126*(2), 123-142. Repéré à https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2017-2-page-123.htm

Trésor, D. générale du. (2021, 4 juin). Levées de fonds et licornes : où en est la France ? *Direction générale du Trésor*. Repéré à https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2021/06/04/levees-de-fonds-et-licornes-ou-en-est-la-france

13. NOTES

[1] Le système de retraite a enregistré selon le COR un besoin de financement de l'ordre de 18 milliards d'euros en 2020, soit 0,8 % du PIB. Le « déficit » sur lequel communique le COR (13 milliards d'euros ou 0,6 % de PIB) n'est pas un déficit au sens comptable. Il est calculé en minorant le déficit du montant du transfert exceptionnel de 5 milliards d'euros du Fonds de réserve des retraites en faveur du régime général, contrairement aux usages comptables. De même il ne tient pas compte des réserves consommées par l'Agirc-Arrco pour faire face à la baisse des cotisations en 2020 consécutive à la crise. Si le COR appliquait des règles comptables usuelles, le déficit serait de l'ordre de 1 % de PIB au lieu de 0,6 %. Calculs Institut économique Molinari d'après Conseil d'orientation des retraites. (2021, juin). *Evolutions et perspectives des retraites en France* ([Rapport annuel du COR]) (p. 328). Paris : Conseil d'orientation des retraites, page 81.

[2] Certains considèrent qu'il est normal que les retraites mobilisent des impôts et taxes (ITAF), voire soient déficitaires puisqu'une partie des prestations correspond à une logique de solidarité ou de compensation des exonérations de charges. Mais les données montrent que le recours aux impôts, taxes ou déficits, va bien au-delà. Les dépenses de solidarité représentent 22,5 % des retraites [source : République française (2020). Etude d'impact projet de loi organique relatif au Système universel de retraite (n° NOR : SSAX1936435L/Bleue-1) (p. 120). Paris. Repéré à www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/textes/l15b2623_etude-impact.pdf]. Les compensations des réductions de cotisation (17 milliards par an) représentent 4,7 % des dépenses. Additionnées elles représentent 27 % des dépenses de retraite, soit moins que les impôts, taxes, subventions d'équilibre et déficits (31 % des dépenses). Les retraites françaises sont structurellement déficitaires, en dépit des discours se voulant rassurants…

[3] Le taux de cotisation total (employé + employeur) représente 137 % du traitement pour la fonction publique d'Etat militaire, 85 % pour les fonctionnaires civils d'Etat et 42 % pour les personnes relevant de la CNARCL (collectivité locales). Par rapport au privé à 28 % sous plafond, il est 5 fois plus élevé pour les militaires, 3 fois plus élevé pour les fonctionnaires civils d'Etat et 1,5 fois plus élevé pour les fonctionnaires des collectivités. Les cotisations salariales sont quasiment identiques dans le privé (11,31 % en 2020) et le public (11,10 %). La différence est liée aux taux de cotisation employeur, 7,7 fois plus élevé pour les militaires (126% vs 16%), 4,5 fois plus élevé pour les fonctionnaires civils d'Etat (74% vs 16%) et 1,9 fois plus élevé pour les fonctionnaires des collectivités (31% vs 16%). Si les retraites de la fonction publiques fonctionnaient comme la répartition du privé avec 28 % de cotisations, elles seraient très largement déficitaires ou auraient besoin d'être équilibrées avec des subventions d'équilibre très significatives, à l'instar des régimes spéciaux (RATP, SNCF…). Calculs d'après Conseil d'orientation des retraites. (2021, juin). *Evolutions et perspectives des retraites en France* ([Rapport annuel du COR]) (p. 328). Paris : Conseil d'orientation des retraites, page 49.

[4] Larosière (de), J. (2021). *40 ans d'égarements économiques Quelques idées pour en sortir*. Éditions Odile Jacob. Paris, pages 135 et suivantes.

[5] Baverez, N. (2004) *La France qui tombe*. Perrin. Paris.

[6] Voir par exemple Guyard, J. (1965). *Le miracle français*. Seuil. Paris.

[7] De 1970 à 2000, le PIB par heure travaillée augmentait plus vite en France (+133 %) qu'en Allemagne (+119 %) ou dans le G7 (+99 %). En revanche, la France a ensuite perdu du terrain en termes de PIB par tête, avec un décrochage de 2 points par rapport à l'Allemagne et 6 points par rapport au G7. C'est la double conséquence du recours significatif aux pré-retraites, suite à la crise de 1974, puis de l'adoption de la retraite à 60 ans en 1983, en dépit des multiples alarmes à l'encontre d'une mesure déstabilisant les finances des régimes de retraite par répartition (Voir par exemple Noblecourt, M. (2010, 25 septembre). Comment est née la retraite à 60 ans. *Le Monde*. Repéré à www.lemonde.fr/politique/article/2010/09/25/comment-est-nee-la-retraite-a-60-ans_1415000_823448.html).

Depuis 2000, le PIB par tête progresse nettement moins vite en France (+15 %) par rapport à l'Allemagne et au G7 (+21 %), à l'UE (+25 %) ou l'OCDE (+26 %). La réduction de la durée du temps de travail, avec l'adoption des 35 heures en 2000, explique une partie de cette contreperformance. Pour autant, elle n'est pas la seule en cause, l'augmentation du PIB par heure travaillé (+18 %) étant bien en deçà de ce que l'on constate dans le G7

(+21%), dans l'UE (+25 %) ou l'OCDE (+26 %). On a donc à faire à un double effet, un volume horaire travaillé qui baisse plus, et un PIB par heure travaillée qui progresse moins qu'ailleurs.

Croissance du PIB horaire ou par tête sur la période 1970-2019

Croissance du PIB	par heure travaillée	par tête
1970-1999		
France	133%	86%
Allemagne	119%	88%
G7	99%	94%
2000-2019		
France	18%	15%
Allemagne	18%	24%
G7	25%	21%
UE à 27	23%	25%
OCDE	26%	26%

Source : Calculs Institut économique Molinari d'après OCDE, PIB par heure travaillée et PIB par tête, USD prix constants PPA de 2015, Données extraites le 29 avril 2021 09:48 UTC (GMT), de OECD.Stat

[8] Un travail récent de France Stratégie atteste que l'industrie souffre d'une dégradation de sa compétitivité/coût en lien avec une fiscalité particulièrement élevée. Il montre que l'industrie française s'est retrouvée dans une situation où elle était soumise à un niveau de prélèvements obligatoires – charges sociales, impôt sur les sociétés, impôts de production – hors normes. Elle est soumise à un taux de prélèvements obligatoires supérieur à celui des autres secteurs d'activité hexagonaux, alors qu'elle est exposée à une plus grande concurrence internationale (l'ensemble des prélèvements obligatoires sur l'industrie manufacturière représente 28 % de la valeur ajoutée brute, contre 24 % pour les autres secteurs hors finance). Vis-à-vis de notre voisin allemand, la différence de taxation représente 10,7 points de la valeur ajoutée du secteur manufacturier (dont plus de la moitié en raison des impôts de production). Même après la prise en compte des crédits d'impôts (CIR…), cet écart représente 7,8 points de valeur ajoutée.

Les résultats économétriques cités corroborent l'idée qu'en France, la baisse du taux d'imposition des sociétés à 25 % programmée à l'horizon de 2022 va améliorer l'attractivité du pays pour les sièges sociaux. Ils montrent aussi l'importance de la baisse des impôts de production pour les sites de fabrication. La fiscalité sur la production constitue, avec le taux facial de l'impôt sur les sociétés, un trait distinctif de la France parmi les facteurs qui influencent fortement les choix de localisation des sites de production. Elle explique une partie des performances encore inférieures au potentiel du pays.

France Stratégie. (2020). *Les politiques industrielles en France. Evolutions et comparaisons internationales. Volume 1* (p. 1 à 260). Paris : France Stratégie, notamment les pages 98 et 131. Repéré à www.vie-publique.fr/rapport/277305-rapport-sur-les-politiques-industrielles-en-france

Ce travail s'appuie notamment sur trois publications récentes du Conseil d'analyse économique (montrant les conséquences négatives de certains impôts de production sur la probabilité de survie des entreprises) et de France Stratégie (montrant que la France attire moins de sites de production que ce que ses déterminants naturels lui permettraient d'espérer en raison de sa fiscalité) :
Lallement, R. (2020). *Les facteurs de localisation des investissements directs étrangers en Europe* (n° 2020-16, document de travail, novembre) (p. 1 à 57). Paris. France stratégie. Repéré à www.strategie.gouv.fr/publications/facteurs-de-localisation-investissements-directs-etrangers-europe
Martin, P. et Paris, H. (2020). *Éclairages complémentaires sur les impôts sur la production* (n° 042-2020, Focus, 3 juillet 2020) (p. 1 à 18). Paris. Conseil d'analyse économique. Repéré à www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-focus042.pdf
Martin, P. et Trannoy, A. (2019). *Les impôts sur (ou contre) la production* (n° 53, les notes du conseil d'analyse économique, juin 2019) (p. 1 à 12). Paris. Conseil d'analyse économique. Repéré à www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-note053.pdf

[9] Voir par exemple Marques, N., Philippe, C. et Rogers, J. (2020). *La pression sociale et fiscale réelle du salarié moyen au sein de l'UE en 2020* (11ème édition) (p. 1 à 44). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari. Repéré à www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/sites/17/2020/07/fardeau-fiscal-eu-2020.pdf

[10] Collectif de personnalités. (2020, 25 août). Baisser les impôts de production, une urgence économique et sociale. *Les Echos*. Repéré à www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-baisser-les-impots-de-production-une-urgence-economique-et-sociale-1236425

[11] France Stratégie (2020), *Les politiques industrielles en France, Évolutions et comparaisons internationales, Synthèse*, Rapport pour l'assemblée nationale, France Stratégie, novembre, 32 pages.

[12] Voir par exemple Commission nationale d'évaluation des politiques d'innovation, C. (2021). Évaluation du Crédit d'impôt recherche (p. 138). Paris : France Stratégie. Repéré à www.strategie.gouv.fr/publications/evaluation-credit-dimpot-recherche-rapport-cnepi-2021

[13] Voir par exemple Girard, L. (2001, 27 juin). Alcatel veut devenir une « entreprise sans usine ». *Le Monde*. Repéré à www.lemonde.fr/archives/article/2001/06/27/alcatel-veut-devenir-une-entreprise-sans-usine_203195_1819218.html

[14] L'Hexagone dépense significativement dans l'éducation, mais obtient des résultats médiocres, avec un taux de jeunes ni scolarisés, ni employés, ni en formation de 13 % et un taux d'adéquation entre la formation et le marché de l'emploi de 75 %. Dans un travail récent de l'Institut économique Molinari, l'économiste Pierre Bentata, montrait que si la France se rapprochait des pays les plus efficaces dans l'adéquation avec le marché de l'emploi, elle pourrait économiser jusqu'à 43 milliards d'euros par an. Tout aussi rageant, dans les secteurs d'excellence français, notamment les formations d'ingénieurs, on observe une fuite des cerveaux vers l'étranger. Bentata, P. (2019). *Education la France peut mieux faire, évaluation de l'efficacité du système d'éducation et de formation en France* (p. 1 à 36). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari.

[15] Voir Caron, F. (2010). *La dynamique de l'innovation : Changement technique et changement social (XVI^{e}-XX^{e} siècle)* (nrf). Paris : Gallimard.

[16] Voir par exemple Pisano, G. P. et Shih, W. C. (2009, 1 juillet). Restoring American Competitiveness. *Harvard Business Review*. Repéré à hbr.org/2009/07/restoring-american-competitiveness ou Berger, S. (2013). *Making in America: From Innovation to Market*. MIT Press.

[17] France Stratégie (2020). *Les politiques industrielles en France. Evolutions et comparaisons internationales. Volume 1*. Paris. France Stratégie, page 54. Repéré à www.vie-publique.fr/rapport/277305-rapport-sur-les-politiques-industrielles-en-france.

[18] Le Floch-Prigent, L. (2020). *Pour une France industrielle* (Elytel éditions). Paris, page 84.

[19] Interview de Stéphane Bancel par Grallet, G. et Tourbe, C. (2021, 5 juillet). Stéphane Bancel : « Le virus ne disparaîtra pas de la planète ! ». *Le Point*. Repéré à www.lepoint.fr/sciences-nature/stephane-bancel-le-virus-ne-disparaitra-pas-de-la-planete-05-07-2021-2434159_1924.php

[20] Interview de Christian Saint-Etienne par Morice, L. (2014, 24 avril). Alstom à vendre : « La France est un pays capitaliste... sans capital ». *L'Obs*. Repéré à www.nouvelobs.com/economie/20140428.OBS5442/alstom-a-vendre-la-france-est-un-pays-capitaliste-sans-capital.html

[21] Salin, P. (2010). *Revenir au capitalisme, Pour éviter les crises*. Paris : Odile Jacob.

[22] Conseil d'orientation des retraites. (2021, juin). *Evolutions et perspectives des retraites en France* ([Rapport annuel du COR]) (p. 328). Paris : Conseil d'orientation des retraites, pages 79 et 108.

[23] De 2004 à 2019 les placements du Fonds de réserve pour les retraites ont rapporté en moyenne 4,1 % par an. Toutes les ventes d'actifs intervenant depuis la crise de 2008-2009 et l'adoption de politiques monétaires non conventionnelles sont contreproductives d'un point de vue patrimonial, puisqu'elles conduisent à se séparer d'actifs procurant un rendement significatif pour réduire une dette dont le coût est devenu négatif sur les

échéances courtes et moyennes. Fonds de Réserve pour les Retraites, F. (2020). Rapport annuel 2019 (p. 112). Paris : Fonds de réserve pour les retraites. Repéré à www.fondsdereserve.fr/fr/publications/rapports-annuels

[24] Dont 38 milliards pour l'ERAFP, 15 pour la Banque de France et 7 pour la CAVP des pharmaciens. Source Conseil d'orientation des retraites. (2021, juin). *Evolutions et perspectives des retraites en France* ([Rapport annuel du COR]) (p. 328). Paris : Conseil d'orientation des retraites, page 109.

[25] Association française de gestion. (2021). *L'épargne salariale et l'épargne retraite d'entreprise collective. Données d'enquête à fin 2020* (p. 1 à 4). Paris : Association française de gestion (AFG). Repéré à www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2021/03/2021-03-18-afg-etudes-eco-epargne-salariale-2020.pdf

[26] Bechetoille, T., Gaillard, D., Fontanet, X. et de Rozières, A. (2020, 19 novembre). « Fiscalité: incitons davantage l'actionnariat salarié dans les PME et ETI familiales» (Tribune). *L'Opinion*. Repéré à www.lopinion.fr/edition/economie/fiscalite-incitons-davantage-l-actionnariat-salarie-dans-pme-eti-229326

[27] Fédération Française de l'Assurance, FFA. (2021, 31 mars). La dynamique de reprise de l'assurance vie se poursuit en février 2021. Repéré à www.ffa-assurance.fr/etudes-et-chiffres-cles/la-dynamique-de-reprise-de-assurance-vie-se-poursuit-en-fevrier-2021

[28] Voir par notamment Gire, X., Attia, A. et Bechetoille, T. (2020). Propositions de la Place de Paris pour accompagner la relance (p. 1 à 19). Paris. CroissancePlus, Paris Europlace et Euronext. Repéré à paris-europlace.com/fr/file/3326/download?token=LSQIgaBS

[29] Voir par exemple Abadie, A. (2021). Solvabilité 2 : une révision cruciale pour l'investissement des assureurs français. *Argus de l'Assurance*. Repéré à www.argusdelassurance.com/juriscope/actualite-juridique/solvabilite-2-une-revision-cruciale-pour-l-investissement-des-assureurs-francais.179134

[30] Voir par exemple Godard, J. (2019). Loi Pacte : « L'assurance vie s'ouvre davantage au capital investissement ». *Argus de l'Assurance*. Repéré à www.argusdelassurance.com/epargne/assurance-vie/loi-pacte-l-assurance-vie-s-ouvre-davantage-au-capital-investissement-julien-godard.155869 ou Riochet, V. (2019, 6 juin). Les fonds alternatifs décrochent la palme - Actualités Asset Management. L'AGEFI. Repéré à www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20190613/fonds-alternatifs-decrochent-palme-276443

[31] Task force investissement de long terme de la place de Paris présidée par Gérard de la Martinière. Avant propos de Jacques de Larosière. (2018). *Oser le Long Terme. Refonder l'investissement pour l'Europe de demain* (p. 1 à 66). Paris. Repéré à www.af2i.org/docs/actualites/docs/1189/FR_-_Rapport_LTI.PDF

[32] Boudet, A. (2021, 14 avril). Chantiers de l'Atlantique : l'Etat ferme la porte à Jean-Claude Bourrelier. *Les Echos*. Repéré à www.lesechos.fr/industrie-services/industrie-lourde/exclusif-chantiers-de-latlantique-letat-ferme-la-porte-a-jean-claude-bourrelier-1306733

[33] Trésor, D. générale du. (2021, 4 juin). Levées de fonds et licornes : où en est la France ? Direction générale du Trésor. Repéré à www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2021/06/04/levees-de-fonds-et-licornes-ou-en-est-la-france

[34] Soubranne, Q. (2020, 7 décembre). Marché : La capitalisation totale des Bourses mondiales dépasse 100.000 milliards de dollars. *BFM Bourse*. Repéré à www.tradingsat.com/actualites/marches-financiers/la-capitalisation-totale-des-bourses-mondiales-depasse-100000-milliards-de-dollars-943749.html

[35] TradingHours.com. (2021, 2 mai). List of Stock Markets. Repéré à www.tradinghours.com/markets

[36] Bechetoille, T., Boujnah, S. et Blard, T. (2019, 31 décembre). L'entrée en Bourse, un moyen de transformer l'essai. *Les Echos Executives*. Repéré à business.lesechos.fr/entrepreneurs/financer-sa-croissance/0602462265492-l-entree-en-bourse-un-moyen-de-transformer-l-essai-334042.php#Xtor=AD-6000

[37] Boisseau, L. (2020, 12 février). L'hémorragie d'analystes financiers menace la Bourse de Paris. *Les Echos*. Repéré à www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/lhemorragie-danalystes-financiers-menace-la-bourse-de-paris-1171229

[38] Voir par notamment Gire, X., Attia, A. et Bechetoille, T. (2020). Propositions de la Place de Paris pour accompagner la relance (p. 1 à 19). Paris. CroissancePlus, Paris Europlace et Euronext, page 9. Repéré à paris-europlace.com/fr/file/3326/download?token=LSQIgaBS

[39] Boisseau, L. (2020, 30 juillet). La place de Paris déçue par les changements proposés par Bruxelles sur l'analyse financière. *Les Echos*. Repéré à www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-place-de-paris-decue-par-les-changements-proposes-par-bruxelles-sur-lanalyse-financiere-1227380

[40] Insee (2021, 18 mars). Chômage selon le sexe et l'âge. Repéré à www.insee.fr/fr/statistiques/2489498#figure1_radio4

[41] Mironova, E. et Villaume, S. (2019). Forte croissance du nombre de travailleurs frontaliers vers la Suisse et le Luxembourg. *Insee Première*, (1755), 1 à 4.

[42] Pison, G. (2019). Le nombre et la part des immigrés dans la population : comparaisons internationales. *Population et Sociétés*, (563), 1 à 4.

[43] Caisse nationale d'assurance vieillesse, CNAV (2020). *Recueil statistique 2019*. Paris : Caisse nationale d'assurance vieillesse. Repéré à www.statistiques-recherches.cnav.fr/recueil-statistique-2019.html

[44] Voir, par exemple, Marques, N. et Philippe, C. (2020). *Le jour où les Etats de l'Union européenne ont dépensé toutes leurs recettes annuelles* (6ème édition) (p. 36). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari. Repéré à www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/sites/17/2020/11/recettes-fiscales-eu-2020_fr.pdf

[45] Le calcul ci-dessous est réalisé en n'employant que les données DREES-CPS, omettant une partie des transferts sociaux en nature comptabilisés par Eurostat conformément aux comptes nationaux de l'INSEE (opérations D62 et D63 du Système européen de comptes [SEC] 2010) et, en regard et entre parenthèse, le chiffre obtenu avec l'emploi des données Eurostat disponibles à partir de 1990 :

Evolution 2017 vs 1959	Progression en %	Progression en points de PIB	Ventilation de la progression
Dépenses de retraite (en % du PIB)	171% (au lieu de 194%)	9 (au lieu de 10)	52 % (au lieu de à 59%)
Dépenses publiques hors retraites (en % du PIB)	23% (au lieu de 19%)	8 (au lieu de 7)	48% (au lieu de 41%)
Dépenses publiques (en % du PIB)	**42%**	**17**	**100%**

[46] Voir par Olivennes, D. (1994). La préférence française pour le chômage. *Le Débat*, (n°82), 138-153 ou (2019) et *Le délicieux malheur français*. Paris : Albin Michel.

[47] Paul Samuelson, lauréat du prix Nobel d'économie 1970, a développé une théorie de l'équivalence entre répartition et capitalisation. Dans un article de 1958, l'économiste américain a envisagé le cas d'une économie où il n'y aurait pas de possibilité d'accumuler des capitaux, ceux-ci fondant en quelque sorte comme neige au soleil. Dans ces conditions, le financement des retraites se ferait exclusivement selon une logique de répartition. Les actifs transféreraient une partie de leurs revenus aux retraités, tout en espérant que les générations suivantes fassent preuve de la même sollicitude, en les aidant à subvenir à leurs besoins, une fois l'heure de la retraite venue. Il n'y aurait pas de placement, donc aucun rendement. Or, en dépit de ce constat, Samuelson considère que les retraites par répartition permettent de dégager un rendement, qu'il qualifie d'« implicite ». Plus intéressant encore, ce rendement pourrait être égal à celui de la capitalisation. Samuelson remarque, à juste titre, qu'il est possible de distribuer des retraites par répartition d'autant plus généreuses que le taux de croissance de la population est important. En effet, à taux de cotisation inchangés, les recettes d'un régime par répartition seront d'autant plus importantes qu'il y aura plus d'actifs. Tout se passe, en effet, comme si la répartition rapportait un « taux d'intérêt biologique » équivalent au taux de croissance de la population. Si l'on connait une démographie dynamique, à l'image de celle des années du baby-boom, ce « taux » d'intérêt est plus significatif que si, au contraire, la population est stationnaire ou vieillissante.

Autre résultat intéressant, l'économiste montre que le rendement implicite de la répartition peut, sous certaines conditions, être égal à celui de la capitalisation. Si le taux de croissance de la population est

équivalent au rendement des marchés financiers, il y a équivalence entre les rendements en répartition (implicites) et capitalisation (explicites).

A l'image de Henry Aaron, plusieurs économistes ont affiné les travaux de Samuelson, en intégrant d'autres données, telles que la croissance de l'économie ou celle des salaires. Les recettes d'un régime par répartition sont, en effet, liées à la croissance des économies et, en particulier, de la masse salariale. Si cette dernière augmente rapidement, les cotisations sociales collectées augmenteront vite, ce qui permettra d'accroître les recettes et de distribuer plus de retraites.

L'approche de Samuelson est parfois présentée comme attestant de la supériorité de la répartition sur la capitalisation, ce qui constitue un raccourci réducteur. L'article présentant la possibilité d'une équivalence est dédié à l'analyse de la monnaie et ne constitue en aucun cas une analyse du mode idéal de préparation à la retraite. D'autre part, Samuelson a été un fervent défenseur de l'épargne populaire. A plusieurs reprises, il a, par exemple, souligné l'immense service qu'ont rendu les fonds communs de placements indiciels à la classe moyenne américaine

Samuelson, P. (1958). « An Exact Consumption-loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money » *Journal of Political Economy*, volume LXVI décembre n°6 pp. 467-482.

Sur Samuelson et l'épargne voir par exemple Bogle, J.C (2007). The little book of common sense investing. The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns, Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey ou Harford, T. et Buryn, L. (2018), L'économie mondiale en 50 inventions, PUF, Paris.

[48] Gallais-Hamonno, G. et Arbulu, P. (1995). « La rentabilité réelle des actifs boursiers », *Economie & statistique*, n°281 pp. 3-30.

[49] Voir, par exemple Siebert, H. (1997). « Pay-as-you-go versus capital funded pension systems: the issues », Kiel Working Papers 816, Kiel Institute for the World Economy (IfW).

[50] Davis, E.P. (1995). *Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets, an International Perspective*, Clarendon Press, Oxford cité par Blanchet, D. (1998). « Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux », dans *Conseil d'Analyse Economique* (1998), « Retraites et épargne », *Documentation française*, p. 98. Moyennes calculées par l'Institut économique Molinari.

Pays	Actions	Croissance des revenus réels	Ratio rendement actions vs croissance
Etats-Unis	4,7	0,2	2350%
Royaume-Uni	8,1	2,6	312%
Allemagne	9,5	4,0	238%
Japon	10,9	4,2	260%
Canada	4,5	1,7	265%
Pays-Bas	7,9	2,4	329%
Suède	8,4	1,5	560%
Danemark	7,0	2,8	250%
Suisse	6,2	1,9	326%
Australie	8,1	0,7	1157%
France	9,4	4,0	235%
Italie	4,0	3,1	129%
Moyenne non pondérée	**7,2**	**2,3**	**308%**

[51] En moyenne, les actions dividendes réinvestis rapporteraient 2,7 fois plus que la croissance sur la période 1988-2012 :

Pays	Actions avec dividendes réinvestis	Croissance	Ratio rendement actions vs croissance	Période
Allemagne	6,4%	1,7%	378%	1988-2012
France	6,6%	1,7%	388%	1988-2012

Italie	2,9%	0,7%	419%	1992-2012
Japon	-2,1%	1,2%	-175%	1988-2012
Etats-Unis	6,6%	2,4%	274%	1988-2012
Royaume-Uni	6,1%	1,9%	323%	1988-2012
Moyenne non pondérée	**4,4%**	**1,6%**	**268%**	

Source : Rendements (nets dividendes réinvestis) *Autorité des marchés financiers* (2013), « Lettre économique et financière », 2013-3, pages 12-20 à partir de Thomson Reuters ; Taux de croissance calculés par l'auteur d'après série OCDE (série Prix constants, PPA constantes) ; moyenne calculée par IEM.

[52] Davanne, O. et Pujol, T. (1997). « Analyse économique de la retraite par répartition », *Revue française d'économie*, volume XII hiver, pages 40-41.

[53] « Compte tenu des perspectives démographiques françaises et de la tendance des gains de productivité, la croissance de long terme de l'économie française devrait avoisiner 2 %, voire un peu moins. Ainsi, au-delà de variations de court terme affectant certaines générations, la répartition en France sera donc un système au rendement relativement faible, si on le compare à un portefeuille financier diversifié largement investi en actions. Parce que l'épargne-retraite correspond généralement à un placement de longue durée, le différentiel de rendement entre systèmes joue avec un extraordinaire effet de levier sur l'épargne nécessaire pour préparer sa retraite : un franc immobilisé pendant trente ans devient 1,8 [euro] ou 4,3 [euros] selon qu'il est placé à 2 % (rendement du régime par répartition) ou 5 % (ordre de grandeur raisonnable pour le rendement sur longue période d'un portefeuille diversifié). Ainsi, à l'évidence, pour atteindre un même niveau de prestations, un système fondé sur l'épargne est beaucoup moins coûteux (le taux de prélèvement peut être multiplié par plus de trois quand le rendement réel chute de 6 % à seulement 2 %). Ainsi, les cotisations payées par les actifs ont en première analyse un fort contenu en taxes pures puisque des paiements similaires dans des fonds de pension donneraient des revenus futurs sensiblement plus élevés. Davanne, O. (1998). « Eléments d'analyse sur le système de retraite français », page 12 dans Davanne, O., Lorenzi, J.H. et Morin, F. (1998). « Retraite et épargne », *Conseil d'Analyse économique*, juillet.

[54] Davanne, O. (1999). « Le rendement du capital : éléments de diagnostic », Paris, *Commissariat général du Plan*, page 6.

[55] Lorenzi, J.H. (1998). « Consolider la retraite en respectant un nouvel équilibre : rendement efficacité économique-mutualisation des risques-équité sociale », page 42 dans Davanne, O., Lorenzi, J.H. et Morin, F. (1998). « Retraite et épargne », *Conseil d'Analyse économique*, juillet.

[56] « L'abaissement du taux de croissance aux environs de 1,5 % par an dans les pays riches – et peut-être à terme dans l'ensemble de la planète – réduit d'autant le rendement de la répartition. Tout laisse à penser que le taux de rendement moyen du capital va se situer au cours du XXI^{ème} siècle nettement au-dessus du taux de croissance économique (environ 4 %-4,5 % pour le premier, à peine 1,5 % pour le second). » Piketty, T. (2013). *Le capital au XXI^{ème} siècle*, Seuil, chapitre 13, pages 751 et suivantes.

[57] Blanchet, D. (1998). « Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux », page 93 dans Davanne, O. Lorenzi, J.H. et Morin, F. (1998). « Retraite et épargne », *Conseil d'Analyse économique*, juillet 2017.

[58] « Dans ces conditions, il est tentant d'en conclure que les systèmes de retraite par répartition doivent être remplacés au plus vite par des systèmes fondés sur le principe de capitalisation (…) Il y a pourtant plusieurs erreurs importantes dans ce raisonnement. Tout d'abord, à supposer qu'un système par capitalisation soit effectivement préférable, la transition de la répartition vers la capitalisation comporte une difficulté qui n'est pas tout à fait négligeable : elle laisse une génération de retraités totalement sur le carreau (…) Ensuite, il faut prendre en compte dans cette analyse des mérites comparés des différents systèmes de retraite le fait que le taux de rendement du capital est en pratique extrêmement volatil. Il serait bien hasardeux d'aller placer toutes les cotisations retraites d'un pays sur les marchés financiers mondiaux. Le fait que l'inégalité r > g soit vérifiée en moyenne ne signifie pas qu'elle soit toujours vrai. Quand on a suffisamment de moyens et que l'on peut se permettre d'attendre dix ou vingt ans avant de retrouver sa mise, le rendement de la capitalisation est effectivement très attirant. Mais quand il s'agit de financer le niveau de vie de base de toute une génération, il serait tout à fait déraisonnable de jouer ainsi avec les dés. La première justification des systèmes de retraite par

répartition est qu'ils sont les plus à même de garantir le montant des pensions de façon fiable et prévisible : le taux de croissance de la masse salariale est peut-être plus faible que le taux de rendement du capital, mais il est entre cinq et dix fois moins volatil. Il en ira de même au XXI^{ème} siècle, et la retraite par répartition continuera donc de faire partie de l'État social idéal de l'avenir, dans tous les pays ». PIKETTY Thomas (2013), *Le capital au XXI^{ème} siècle*, Seuil, chapitre 13, pages 751 et suivantes.

[59] Quelle que soit son année de naissance ou sa cohorte d'appartenance, de la plus jeune à la plus ancienne, un salarié peut en moyenne espérer multiplier son salaire par 1,7 au cours de sa vie professionnelle, ce qui équivaut à un taux de croissance moyen du salaire de 1,27 % par an sur 42 ans. France Stratégie (2018), Les salaires augmentent-ils vraiment avec l'âge ?, Note d'analyse, novembre 2018, pages 4 consultable avec le lien : www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/fs-na72-age-salaire-28novembre.pdf

[60] Davanne, O. et Pujol, T. (1997). « Analyse économique de la retraite par répartition », *Revue française d'économie*, volume XII hiver, pages 40-41.

[61] Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques, D. (2021). Les retraités et les retraites - édition 2021 (p. 235). Paris : Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques. Repéré à drees.solidarites-sante.gouv.fr/publications-documents-de-reference/panoramas-de-la-drees/les-retraites-et-les-retraites-edition-0

[62] La réforme des retraites de 1993 réalisée par le gouvernement Balladur a substitué les prix aux salaires comme élément d'indexation des retraites. Elle permet de limiter grandement les déficits au détriment d'un appauvrissement relatif des retraités les plus âgés.

[63] La Suède était la championne de l'épargne, avec in taux d'épargne brute de 18,53 % du revenu disponible brut des ménages. La Grèce était la dernière avec une désépargne représentant -3,48 % . La moyenne de l'UE est de 12,15% (27 pays). Source : Eurostat, Taux d'épargne des ménages [TEC00131], mise à jour du 17/05/2021.

[64] Marques, N. et Philippe, C. (2019). *Retraites françaises, sortir de l'impasse, préparer l'avenir* (p. 68). Paris-Bruxelles : Institut économique Molinari pour Contrepoints. Repéré à www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/sites/17/2019/12/etude_retraites_francaises2019.pdf

[65] Voir, par exemple, Didier, M. et Ouvrard, J.F. (2016). L'impôt sur le capital au XXIème siècle, la très couteuse singularité française, Coe-Rexecode et Economica, 160 pages.

[66] D'après la dernière estimation disponible, la dette des régimes de retraite français – publics et privés – représentait en 2015 entre 310 % et 450 % du PIB, selon le taux d'actualisation retenu. Le taux d'actualisation de 2 % en termes réels, plus prudent et proche des scénarios de progrès de productivité du COR, représentant la fourchette haute de cette estimation avec 450 % du PIB. D'après Conseil d'orientation des retraites (2018), « Engagements, réserves et dettes du système de retraite », Séance plénière du 11 juillet 2018 à 9h30, 16 pages.

[67] www.prefon.asso.fr/assets/files/publications/rapport-gestion/rapport-gestion-2020.pdf

[68] www.senat.fr/rap/r05-486/r05-48634.html

[69] Jaurès, J. (1910). « Tous escrocs ! », *Humanité* du samedi 1er janvier 1910, une.

[70] Jaurès, J. (1909). « Capitalisme et capitalisation », *Humanité* du lundi 27 décembre 1909, une.

[71] Une part des libéraux étaient réticents à l'instauration d'une capitalisation collective à l'occasion de la loi sur les Retraites ouvrières et paysannes (ROP). Ils redoutaient les conséquences indirectes d'une accumulation de capitaux considérable à la *Caisse des dépôts et consignations*. Lors des débats parlementaires, plusieurs mirent en garde contre la « tentation permanente, bien dangereuse en temps de crise [pour les pouvoirs publics de piocher] dans des caisses si voisines des siennes et pleines d'or quand le Trésor public pourra être vide ». Cela conduira les sénateurs à défendre un panachage répartition et capitalisation. A les entendre, ce panachage, réduisant les montants à capitaliser, permettait de limiter les risques politiques et de préserver d'éventuelles

perturbations sur le marché des capitaux. Voir par exemple LEROLLE, Paul (1910), « séance du 30 mars », JO Chambre des députés, pp. 1783-84 & 1804.

[72] Les syndicats australiens avaient négocié, dès 1985, le versement de 3 % du montant des salaires à des caisses de retraite en lieu et place d'une augmentation généralisée des salaires nets. En 1991, les pouvoirs publics ont généralisé cette pratique avec l'aval des syndicats. Les retraites complémentaires par capitalisation sont obligatoires depuis juillet 1992 pour tous les salariés d'Australie. Elles sont financées par des cotisations de 9,5 % du salaire brut versées par l'employeur à une caisse d'assurance privée (12% d'ici à 2026). Le salarié a la possibilité d'ajouter, s'il le désire, ses propres cotisations qui sont elles aussi capitalisées pour bonifier sa retraite.

[73] La gestion des retraites du public présentait à l'origine une grande diversité. Au XVII^{ème}, les pratiques administratives étaient très diverses et relevaient plus de l'usage ou de la coutume. Il fallut attendre l'initiative des fermes générales pour que se mette en place, à partir des années 1760, un système constitutif, selon Guy Thuillier, d'une sorte de « droit à pension ». Sous le Directoire l'enregistrement des domaines, puis d'autres administrations constituèrent spontanément d'autres caisses de retraite, alimentées par des prélèvements sur les appointements. Ces caisses « sur fonds de retenues » fonctionnaient selon diverses modalités de capitalisation, tandis que les autorités distribuaient par ailleurs des pensions « civiles » discrétionnaires et non provisionnées. L'équilibre financier des caisses « de retenues » était précaire, certaines d'entre elles ayant obtenu en 1816 des secours « temporaires » du gouvernement. Ces secours furent systématiquement reconduits, vingt caisses recevant en 1838 une aide correspondant à la moitié des pensions servies. Une loi du 13 juin 1853 mit fin à ce que les pouvoirs publics présentaient comme une « dérive ». Cette loi budgétisa les pensions, en stipulant que tous les fonds de vingt-cinq caisses de retraite seraient versés au Trésor, ce dernier se chargeant seul du versement des pensions présentes et futures. Dans cette loi a accru les problèmes, puisque le lien entre cotisations a été aboli, le services des pensions relevant directement du budget.

[74] Pierre Mathieu-Bodet fut Ministre des finances de juillet 1874 à mars 1875 (Ministère Cissey). Léon Say occupa ce poste de décembre 1872 à mai 1873 (Ministère Dufaure), de mars 1875 à mai 1877 (Ministères Buffet, Dufaure & Simon), de décembre 1877 à décembre 1879 (Ministère Dufaure & Waddington), de janvier à août 1882 (Ministère Freycinet).

[75] Voir par exemple Desfossés, P. (2016). Les fonds de pension à la française. *Regards*, N° 49(1), 93-105. Repéré à https://www.cairn.info/revue-regards-2016-1-page-93.htm, directeur de l'ERAFP de 2008 à 2018.

[76] Retraite additionnelle de la fonction publique (2021), *Rapport annuel 2020*, page 37.

[77] Retraite additionnelle de la fonction publique (2021), *Rapport annuel 2020*, page 53.

[78] Estimation Institut économique Molinari à partir des actifs nets de fin d'année de l'ERAFP et de la rentabilité moyenne du portefeuille de 2006 à 2020.

[79] Avec une cotisation de 8,23% de 0 à 1 PASS et de 1,87% de 0 à 5 PASS.

[80] Cour des comptes (2013), Rapport sur l'application des lois de Sécurité sociale 2013, septembre, page 466.

[81] www.cavp.fr/votre-profil/pharmacien-en-activite/vos-cotisations-regime-complementaire

[82] IGAS (2013). Evaluation du pilotage financier des régimes de retraite complémentaire professionnels, tome II, avril, RM2013-039P, p. 34.

[83] Saint-Etienne, C. (1988). « Pour une réforme des régimes de retraite », *Revue française d'économie*, volume III 3 été p. 75.

[84] Piketty, T. (2013). *Le capital au XXI^{ème} siècle*, Seuil, chapitre 13, pages 751 et suivantes.

[85] Ce que reconnait Piketty, dont l'analyse est souvent plus fine que les recommandations de politique publique qu'on en retient : « Cela étant dit, cela n'implique pas que la logique r > g puisse être entièrement ignorée et que rien ne doive être changé aux systèmes actuellement en place dans les pays développés (...) La retraite est le patrimoine de ceux qui n'ont pas de patrimoine, dit-on souvent. C'est exact, mais cela ne dispense pas

d'essayer de faire que l'accumulation patrimoniale puisse également concerner les plus modestes ». PIKETTY Thomas (2013), *Le capital au XXI*^{ème} *siècle*, Seuil, chapitre 13, pages 751 et suivantes.

[86] Voir par exemple pour les Etats-Unis Feldstein, M. et Samwick, A. (1998). « The Transition Path in Privitizing Social Security » ou Kotlikoff L. (1998). « Simulating the Privitization of Social Security in General Equilibrium », dans Feldstein, M. (1998). *Privatizing Social Security*, Chicago : The University of Chicago Press et NBER, pp. 265-312 ou pour la Roumanie : Legros, F. et Hamayon, S. (1999). « Transition des systèmes de retraite et mesure du risque des fonds capitalisés. Une méthode appliquée à l'exemple roumain », dans *Revue économique*, volume 50, n°6, 1999. pp. 1275-1292.

[87] Blanchet, D. (1998). « Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux » in Retraites et épargne, Paris : Conseil d'Analyse Economique, Documentation française, p. 102.

[88] Le rapport du COR de juin 2021 prévoit quatre scénarios d'évolution des dépenses de retraites selon la croissance annuelle de la productivité du travail projetée (scénario 1 %, scénario 1,3 %, scénario 1,5 % et scénario 1,8 %) associés à un taux de chômage de 7 %.Sur la période 2020-2050 les recettes et les charges des régimes de retraite sont estimées en moyenne à 13,6 % du PIB Conseil d'orientation des retraites (2021), Évolutions et perspectives des retraites en France, Rapport annuel du COR, juin, pages 77 et 99.

[89] Pour des raisons de lisibilité, cette simulation n'intègre pas la montée en puissance des autres capitalisations existantes, alimentées par des cotisations représentant 0,6 % du PIB et distribuant des prestations représentant 0,3 % du PIB. Calculs IEM à partir de DREES (2019), Les retraités et les retraites, Panorama de la DREES, page 192 et 193.

[90] D'après MSCI (en réinvestissant les dividendes des actions et coupons des obligations, avant inflation) et INSEE et calculs de l'IEM pour une gestion équilibrée avec 50 % d'actions (dont la moitié France et la moitié monde) et 50 % d'obligations :

Indice et année	MSCI France Net Return	MSCI World U$ Net Return	FR Benchmark 10 Year DS Govt. Index Tot Return Ind	Composite 25% actions France, 25% actions monde, 50% obligations France	Taux d'inflation (INSEE)	Évolution du produit intérieur brut en volume (INSEE)
Poids	25%	25%	50%	100%		
2007	2,13%	-1,66%	1,05%	0,64%	1,50%	2,42%
2008	-40,33%	-37,65%	13,44%	-12,78%	2,80%	0,25%
2009	27,73%	25,95%	2,86%	14,85%	0,10%	-2,87%
2010	2,55%	19,53%	6,05%	8,55%	1,50%	1,95%
2011	-14,09%	-2,38%	5,86%	-1,19%	2,10%	2,19%
2012	19,43%	14,04%	15,24%	15,99%	2,00%	0,31%
2013	20,87%	21,20%	-0,25%	10,39%	0,90%	0,58%
2014	2,58%	19,50%	20,16%	15,60%	0,50%	0,96%
2015	11,27%	10,42%	0,35%	5,60%	0,00%	1,11%
2016	8,02%	10,73%	4,66%	7,02%	0,20%	1,10%
2017	13,09%	7,52%	1,91%	6,11%	1,00%	2,26%
2018	-8,36%	-4,11%	1,86%	-2,19%	1,80%	1,72%
2019	28,03%	30,01%	6,97%	17,99%	1,10%	1,30%
Moyenne 2017-2019				6,66%	1,19%	1,02%

[91] A titre d'illustration, en 2020, les coûts générés par la gestion du Régime additionnel de retraite de la fonction publique (ERAFP) représentaient 0,11 % de l'actif net du Régime intégrant les coûts liés à la gestion du régime (collecte des versements, versement des prestations, système d'information, frais liés à la gestion des mandats) hors frais liés aux fonds dédiés. Retraite additionnelle de la fonction publique (2021), Rapport annuel 2020, page 37.

[92] On considère qu'elle génère 2,38 % de rendement, ce qui couvrant l'inflation, la croissance et les frais de service des rentes (estimés à 0,15 %).

[93] Nous avons modélisé les effets des départs à la retraite, en considérant qu'en moyenne 2,3 % des cotisants partiraient à la retraite chaque année. Ce chiffre correspond à des départs réguliers pour des salariés cotisant 43 ans (1/43ème = 0,023 ou 2,3 %).

[94] Nous sommes partis du principe que les salariés multiplient continueraient en moyenne leur salaire par 1,7 au cours de leur vie professionnelle, ce qui équivaut à un taux de croissance moyen du salaire de 1,24 % par an sur 43 ans. Le 1,7 provient de France Stratégie (2018), Les salaires augmentent-ils vraiment avec l'âge ?, Note d'analyse, novembre 2018, page 4 consultable avec le lien :www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/fs-na72-age-salaire-28novembre.pdf

[95] Collectif (2020), « Baisser les impôts de production, une urgence économique et sociale », *Les Echos*, 25 août 2020, accessible avec le lien www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-baisser-les-impots-de-production-une-urgence-economique-et-sociale-1236425

[96] Merton, R. C. (1983). « On the Role of Social Security as a Means for Efficient Risk Sharing in an Economy Where Human Capital Is Not Tradable. » In Financial Aspects of the United States Pension System, edited by Z. Bodie and J. Shoven, pp. 325–358. Chicago: Chicago University Press.

[97] Bodie, Z. Merton, R.C. et Samuelson, W.F. (1992). « Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Lifecycle Model », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 16, n° 3, pp. 427-449.

[98] Heeringa, W. (2008). « Optimal Lifecycle Investment with Pay-As-You-Go Pension Schemes: A Portfolio Approach », Document de travail n° 168, *De Nederlandsche Bank*, Amsterdam.

[99] Devolder, P. et Melis, R. (2015). « Optimal mix between pay as you go and funding for pension liabilities in a stochastic framework », *Astin Bulletin,* The Journal of the IAA, Volume 45, Numéro 3, Septembre 2015, pp. 551-575, doi.org/10.1017/asb.2015.14

[100] Folus, D. (2015), Vers une épargne-retraite obligatoire en France ? Enjeux de la transition*, note de la Chaire Transitions démographiques, transitions économiques (TDTE)*, Caisse des dépôts, janvier, page 7.

[101] Bouhakkou, L., Coën, A. et Folus, D. (2019). A portfolio approach to the optimal mix of funded and unfunded pensions, Applied Economics, page 1 DOI:10.1080/00036846.2019.1678728. L'optimum varietrsè significativement en fonction de la méthode retenue.

[102] Trainar, P. (2017). La création de fonds de pension est-elle encore utile dans les économies avancées ?, *Revue d'économie financière*, N° 126 2017/2 , pages 123 à 142.

[103] Branko, M. (2016). Increasing Capital Income Share and its Effect on Personal Income Inequality, LIS Working Paper Series, No. 663, 33 pages.

[104] Les données montrent qu'en France la part des salaires dans le partage de la valeur ajoutée a progressé depuis 1990, comme l'illustre le rapport récent co-signé par la CFDT, CFE-CGC, CFTC, CPME, Medef, et U2P consultable (www.cfdt.fr/upload/docs/application/pdf/2019-03/rapport_valeur_ajoutee_2019-03-14_14-23-34_604.pdf). Diversifier le financement des retraites en ajoutant une dose de capitalisation collective permettrait de prémunir les salariés contre une évolution défavorable du partage de la valeur ajoutée.

[105] Trainar, P. (2017). La création de fonds de pension est-elle encore utile dans les économies avancées ?, *Revue d'économie financière*, N° 126 2017/2 , page 136.

[106] Philippe, C. (2021, 14 juin). Les retraites doivent être au coeur de la présidentielle. *Les Echos*. Repéré à www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-les-retraites-doivent-etre-au-coeur-de-la-presidentielle-1323212

[107] Voir par exemple COR (2018), La gestion financière des régimes complémentaires de retraite obligatoire, 11 juillet, page 2.

[108] Un régime pouvant ajuster ses prestations tous les trimestres aurait besoin de 4 fois moins de réserves qu'un régime ne les ajustant qu'une fois par an.

[109] Dégrader significativement les conditions de départ à la retraite pour préserver l'équilibre financier pose un problème d'équité intergénérationnelle. Diminuer les pensions précariserait les retraités, une catégorie de population ayant peu d'alternatives.

[110] COR (2018), Engagements, réserves et dettes du système de retraite, Note de présentation générale, 11 juillet, page 9.

[111] Les réserves constituées au sein des régimes de retraite s'élevaient au 31 décembre 2017 à 137 milliards d'euros, soit 6 % du PIB (dont 3,1 % pour l'AGIRC-ARRCO). Lorsqu'on ajoute le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) et son actif de 36 milliards d'euros (1,6 % du PIB) et retire la part imputable à la branche retraite de la dette restant à rembourser par la CADES soit 46 milliards d'euros (-2 % du PIB), on arrive à 127 milliards d'euros (5,6 % du PIB).

[112] Par exemple le régime de retraite par répartition américain à des réserves représentant 14 % du PIB, ou 35 mois de prestations. Ce pays s'appuyant à la fois sur la répartition et la capitalisation dispose en proportion de 2 à 9 fois plus précautionneux que nous, selon qu'on se fie au PIB ou au nombre de mois de prestations mis de côté.

[113] COR (2019), Le pilotage du système de retraite suédois, page 9.

[114] Bollon, P. et Cossic, G. (1997). « La 'Loi Thomas' : un dispositif permettant d'assurer l'avenir des retraites des salariés du secteur privé », *Revue d'économie financière*, pages 263-272.

[115] www.cor-retraites.fr/index.php/documents/reunions-du-cor/fonds-de-reserve-6

[116] Voir par exemple *Le Monde* avec *AFP* (2011), « Fonds de réserve des retraites : la Cour des comptes tacle le gouvernement », 17 février 2011, www.lemonde.fr/politique/article/2011/02/17/la-cour-des-comptes-tacle-le-fonds-de-reserve-des-retraites_1481685_823448.html

[117] Voir par exemple Weinberg, M. (2017). « Bonneteau Sécu: les cotisations retraite détournées pour boucher le trou de l'assurance-maladie », *L'Opinion*, 20 septembre 2017, www.lopinion.fr/edition/economie/secu-cotisations-retraite-detournees-boucher-trou-l-assurance-maladie-134307

[118] Fonds de réserve pour les retraites (2021), *Communiqué de presse*, www.fondsdereserve.fr/documents/communique-de-presse-performance-du-FRR-en-2020-2.pdf

[119] Fonds de réserve pour les retraites (2020), *Rapport annuel 2019*, page 23.

[120] Davanne, O. (1999), « Le rendement du capital : éléments de diagnostic », Paris, *Commissariat général du Plan*, page 19.

[121] Par exemple, Friedman, M. [1967] (1968). « The Rule of Monetary Policy », *American Economic Review*, 58 n°1 pp. 1-17.

[122] Larosière (de), J. (2021). *40 ans d'égarements économiques Quelques idées pour en sortir*. Éditions Odile Jacob. Paris, page 145.

[123] Saint-Etienne, C. (2020). *Libéralisme stratège contre le chaos du monde*. Paris : Éditions Odile Jacob, page 131.

[124] Entre 2020 et 2035, la durée d'assurance requise pour l'obtention d'une retraite sans décote augmente progressivement d'un trimestre tous les trois ans, pour atteindre 43 ans (172 trimestres) pour les personnes nées en 1973 ou après.

[125] Voir par exemple Poznanski, R. (2017, 17 novembre). Bien gérer sa fin de carrière avant la retraite. Les Echos. Repéré à www.lesechos.fr/2017/11/bien-gerer-sa-fin-de-carriere-avant-la-retraite-188302

[126] Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques, D. (2021). *Les retraités et les retraites - édition 2021* (p. 294). Paris : Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques. Repéré à drees.solidarites-sante.gouv.fr/publications-documents-de-reference/panoramas-de-la-drees/les-retraites-et-les-retraites-edition-0

[127] Voir par exemple Fontanet, X. (2014, 23 janvier). Travailleur et investisseur, des intérêts opposés ou harmonieux ? *L'AGEFI*. Repéré à www.agefi.fr/corporate/actualites/hebdo/20151210/travailleur-investisseur-interets-opposes-150951

[128] Voir par exemple www.economie.gouv.fr/cedef/prime-exceptionnelle-pouvoir-achat

[129] Babeau, A. (2015). les remboursements d'emprunts dans l'épargne des ménages, *Revue d'économie financière*, 2015/2 (n° 118), p. 274, consultable avec le lien www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2015-2-page-251.htm.

[130] France Stratégie (2017), *Mettre la fiscalité de l'épargne au service d'une croissance durable*, Note d'analyse, n°54, mai 2017, 8 pages.

[131] Philippe, C. (2021, 5 mars). Pas de capital, pas de vaccin. *La Tribune*. Repéré à www.latribune.fr/opinions/tribunes/pas-de-capital-pas-de-vaccin-879281.html

Philippe, C. (2021, 17 avril). Vaccins, le choix passe par l'argent ou le temps. *Marianne*. Repéré à www.marianne.net/agora/tribunes-libres/vaccins-le-choix-passe-par-largent-ou-le-temps

[132] Trainar, P. (2017). La création de fonds de pension est-elle encore utile dans les économies avancées ?, Revue d'économie financière, N° 126 2017/2 , page 131.

[133] Voir par exemple Guette-Khiter, C. (2020). La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2019 et début 2020, Bulletin de la Banque de France, n°231, septembre, 9 pages. Repéré à //publications.banque-france.fr/la-detention-par-les-non-residents-des-actions-des-societes-francaises-du-cac-40-fin-2019-et-debut

[134] Trainar, P. (2017). La création de fonds de pension est-elle encore utile dans les économies avancées ?, Revue d'économie financière, N° 126 2017/2 , page 141.

[135] Voir par exemple Le Nouvel Obs (2018), Hausse de la CSG : les retraités sont-ils des nantis ou des victimes du gouvernement ?, 15 mars, consultable avec le lien www.nouvelobs.com/societe/20180315.OBS3642/hausse-de-la-csg-les-retraites-sont-ils-des-nantis-ou-des-victimes-du-gouvernement.html

[136] Abbas, H. (2020). Des évolutions du niveau de vie contrastées au moment du départ à la retraite, INSEE Première, N°1792, février 2020, 4 pages.

[137] INSEE (2019), France, portrait social, édition 2019 - Insee Références, page 142.

[138] Dubois, Y. et Koubi, M. (2017). Règles d'indexation des pensions et sensibilité des dépenses de retraites à la croissance économique et aux chocs démographiques, G 2017 / 02, mars 2017, 31 pages.

[139] Marino, A. (2014). Vingt ans de réformes des retraites : quelle contribution des règles d'indexation ?, division Redistribution et politiques sociales, INSEE analyses, N°17, avril 2014, 4 pages.

[140] Artus, P. et Legros, F. (1999). Le choix du système de retraites, Economica, page 145.

[141] Voir par exemple Antolin, P. De Serres, A. et de la Maisonneuve, C. (2004). Conséquences budgétaires à long terme des plans d'épargne retraite assortis d'avantages fiscaux, dans *Revue économique de l'OCDE*, 2004/2 (no39), pages 29 à 80.

[142] DREES (2021), Les retraités et les retraites, Panorama de la DREES, page 257.

[143] DREES (2021), Les retraités et les retraites, Panorama de la DREES, page 252.

[144] Kessler, D. et Strauss-Kahn, D. (1982). L'épargne et la retraite L'avenir des retraites préfinancées, Economica, page 134.

[145] Kessler, D. et Strauss-Kahn, D. (1982). L'épargne et la retraite L'avenir des retraites préfinancées, Economica, page 137. Les auteurs défendent l'intérêt de « réconcilier les Français avec les procédures de capitalisation collective, non pas pour empiéter sur le domaine de la répartition, mais pour infléchir l'arbitrage entre accumulation individuelle et gestion collective de l'épargne nationale » (page 161). Selon eux « les

procédures de capitalisations collectives ne doivent pas viser à se substituer à la répartition, mais à la capitalisation individuelle encore plus inégalitaire » (page 136).

[146] Trainar, P. (2017). La création de fonds de pension est-elle encore utile dans les économies avancées ? Revue d'économie financière, N° 126 2017/2 , page 138. Suite de « De fait, les systèmes de retraite par répartition dissuadent les ménages moins fortunés d'épargner et de se constituer un patrimoine-retraite. Ils agissent dans le sens d'un accroissement des inégalités patrimoniales, toutes choses égales par ailleurs. À l'inverse, un système de retraite à deux étages, avec un régime de base en répartition complété par des fonds de pension gérant des comptes personnels en capitalisation, constitue, avec la distribution d'actions, le moyen le plus simple et le plus naturel pour diffuser largement le patrimoine et éviter que la propriété du capital … ne se concentre sur une frange trop étroite de la population. »

Croissanceplus
Grandir ensemble

INSTITUT ÉCONOMIQUE MOLINARI
Des idées pour un monde prospère