

Épargne Retraite: les performances réelles

Édition 2014



Rapport de recherche établi par

BETTER FINANCE for all

Épargne retraite : les performances réelles

Edition 2014

**Rapport de recherche établi par
BETTER FINANCE for all**

AUTEURS

Jean Berthon

Didier Davydoff

Laetitia Gabaut

Michael Klages

Guillaume Prache

Mariacristina Rossi

Joanna Rutecka

Klaus Struwe

Juan Manuel Viver

Conseiller scientifique:

Ján Šebo

Table des matières

Avant-propos	4
<i>Le pire marché européen de services aux particuliers</i>	4
<i>La performance réelle de ce marché est inconnue des clients et des autorités de réglementation</i>	4
<i>Incapacité des régulateurs européens à rendre compte des tendances en matière de performance pour les « consommateurs »</i>	5
<i>Pour une approche client des performances de l'épargne retraite.....</i>	9
Résumé	10
Rapport général.....	14
<i>Introduction</i>	14
<i>Profils nationaux.....</i>	15
<i>Calcul des performances</i>	21
<i>Conclusion</i>	34
<i>Recommandations</i>	36
Étude de cas : France (actualisation).....	39
<i>Introduction</i>	39
<i>Instruments d'épargne retraite</i>	40
<i>Frais.....</i>	42
<i>Taxation</i>	43
<i>Performances</i>	43
<i>Conclusions</i>	52





AUTEURS

Jean Berthon est président de Better Finance for all et Président de la FAIDER, la Fédération des Associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite, qui représente plus de 1,4 million d'investisseurs et de titulaires de polices d'assurance vie. Il est en outre membre du Groupe des parties prenantes des assurances et réassurances de l'Autorité européenne des Assurances et des Pensions (EIOPA). Actuaire de formation, il fait partie de l'équipe de direction du Groupe Consultatif Actuariel Européen.

Didier Davydoff est directeur de l'Observatoire de l'Épargne Européenne, une organisation sans but lucratif qui publie et coordonne les données et recherches sur l'épargne européenne. Depuis 2011, il est directeur général d'INSEAD OEE Data Services, le premier agrégateur de données en ligne au service des chercheurs européens. Il est l'auteur de nombreux articles et livres concernant l'épargne, les indices boursiers, les marchés et leur réglementation.

Laetitia Gabaut est une économiste diplômée de la Toulouse School of Economics. Elle a rejoint l'Observatoire de l'épargne européenne en 2010, où elle dirige la publication « Tableau de bord de l'épargne en Europe ». Elle a participé à des projets européens sur le comportement des épargnants et sur l'épargne retraite.

Michael Klages est un économiste diplômé en finance internationale et en banque et finance de l'université Leibniz de Hanovre. Il a rejoint INSEAD OEE Data Services en 2011, où il est responsable de l'analyse des données et des calculs de données complémentaires, des publications des recherches et des projets internationaux.

Guillaume Prache est délégué général de Better Finance for all. Ancien président du Groupe des parties prenantes des marchés financiers de l'ESMA, il est aussi vice-président du Groupe des utilisateurs de services financiers (FSUG) de la Commission européenne. Il est aussi membre du Groupe des parties prenantes des retraites professionnelles de l'Autorité européenne des Assurances et des Pensions (EIOPA).

Mariacristina Rossi est professeur agrégé d'économie à la faculté d'économie et finance de l'Université de Turin et adjoint de recherche au CeRP et au Collegio Carlo Alberto. Ses domaines de recherche couvrent les décisions des ménages en matière de consommation/épargne sur la durée du cycle de vie, l'épargne de précaution, les décisions relatives au portefeuille et l'analyse de la pauvreté.

Joanna Rutecka est professeur adjoint à la Warsaw School of Economics, où elle mène des recherches sur les systèmes d'épargne-retraite, le marché de l'assurance et la protection des consommateurs sur les marchés financiers. Elle a coopéré avec l'ombudsman des assurances polonais et a été conseillère auprès du Président de la Chambre des fonds d'épargne-retraite polonais. Joanna Rutecka est un membre actif de l'Association polonaise de la politique sociale (PTP), la Polish Pension Group SGH (PPG-SGH) et le Réseau européen de recherche sur l'épargne-retraite complémentaire (ENRSP).

Klaus Struwe, MSc (Econ), est un conseiller en gestion indépendant. Depuis 2004, il agit à titre de conseiller politique pour l'Association danoise des actionnaires. Il est également membre du Groupe des parties prenantes des retraites professionnelles de l'Autorité européenne des Assurances et des Pensions (EIOPA).

Juan Manuel Viver est Responsable Affaires publiques de *Better Finance*. Il est titulaire d'un master en économie européenne délivré par le Collège d'Europe à Bruges, Belgique. Auparavant, il a été chargé des projets et relations internationaux chez ADICAE, l'organisation espagnole des utilisateurs de services financiers.

Conseiller scientifique :

Ján Šebo, est professeur agrégé de finance à l'Université Matej Bej. Il est membre du Groupe d'Utilisateurs des Services Financiers (Financial Services User Group - FSUG) de la Commission européenne et du Group des parties prenantes des retraites professionnelles de l'Autorité européenne des Assurances et des Pensions (EIOPA).





Épargne Retraite : performances réelles

Edition 2014

Avant-propos

***On ne peut superviser que ce que l'on peut mesurer :
Pourquoi ce rapport sur les performances des produits d'épargne
retraite est-il (malheureusement) unique en son genre ?***

Le pire marché européen de services aux particuliers

D'après les tableaux de bord des marchés de consommation établis par la Commission européenne, le marché des services aux particuliers le moins performant de tous dans l'ensemble de l'Union européenne est systématiquement celui des produits d'investissement et de pension privée¹.

La Commission mentionne aussi « *d'autres raisons de ne pas épargner à long terme sont l'aptitude souvent médiocre des intermédiaires financiers à produire un rendement raisonnable, et les coûts d'intermédiation* ».²

L'épargne retraite apparaît aussi comme un des rares marchés de détail où ni les clients ni les autorités publiques de surveillance ne sont bien informés des performances nettes réelles des services rendus aux clients. Ces caractéristiques des marchés de l'épargne retraite pourraient évidemment bien être liées.

La performance réelle de ce marché est inconnue des clients et des autorités de réglementation

En effet, hormis la publication de 2012 de l'OCDE sur le rendement réel de certains « fonds de pension »³, les auteurs du présent rapport de recherche n'ont pu trouver aucune autre publication présentant une série plus complète ou plus récente de

¹ http://ec.europa.eu/consumers/consumer_research/editions/docs/8th_edition_scoreboard_fr.pdf

² European Commission - Staff Working Document on long term financing of the EU economy (2013)
[NdT: Document de travail de la Commission sur le financement à long terme de l'économie de l'UE]

³ <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/oecd-pensions-outlook-2012.htm>

rendements réels nets de l'épargne retraite pour les pays de l'UE. Même le récent rapport publié pour la Commission européenne sur la position des épargnants dans les produits d'épargne retraite ⁴ ne s'appuie que sur le rapport susmentionné de l'OCDE pour ce qui concerne les rendements et la performance.

De plus, comme l'a révélé l'analyse présentée dans la première édition des recherches de *Better Finance* sur le rendement réel de l'épargne retraite, les données très utiles fournies par l'OCDE sont malheureusement assez incomplètes:

- Certains pays de l'UE ont été omis, dont la France et des États-membres d'Europe orientale
- Une grande partie – si non la plupart – des produits de pension individuels n'y figurent pas non plus
- Il n'est pas certain que l'OCDE ait pu tenir compte de tous les frais supportés par les épargnants à long terme, dont les frais d'entrée par ex., parce que l'OCDE s'appuie principalement sur les comptes rendus des autorités nationales et que ce ne sont généralement pas des éléments qui y sont pris en considération.
- Enfin, les chiffres de l'OCDE sont tous avant taxation uniquement.

En d'autres termes, les contrôleurs financiers européens – la Commission européenne et les Autorités européennes de surveillance (Autorité européenne des Marchés financiers, Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, Autorité bancaire européenne) – ne connaissent pas la performance réelle des services qu'ils sont censés réglementer et surveiller.

Incapacité des régulateurs européens à rendre compte des tendances en matière de performance au profit des « consommateurs »

Les Autorités européennes de surveillance (AES) ont l'obligation juridique de recueillir, analyser et rapporter les données sur les « tendances de consommation » dans leurs domaines respectifs (article 9, alinéa 1, des règlements européens établissant les trois AES).

⁴ *Study on the position of savers in private pension products* – Étude élaborée pour la DG Marché intérieur de la Commission européenne et le Groupe des utilisateurs de services financiers (publiée en août 2013).





À notre connaissance, ni les rapports de l'Autorité bancaire européenne⁵ ni ceux de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles⁶ ne contiennent d'informations sur les performances des produits d'épargne destinés aux particuliers dans leur domaine de compétence (respectivement les produits d'épargne bancaires et les produits d'assurance vie et d'épargne retraite). L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), quant à elle, mentionne des données de performance pour « l'épargnant » dans son rapport sur les tendances, les risques et les vulnérabilités⁷ mais il s'agit en réalité de données relatives aux performances des marchés financiers: à savoir les rendements mensuels moyens à 5 ans d'un portefeuille composé de :

- 47% d'actions (Stoxx600),
- 42% de dépôts (Euribor 1 an)
- et 11% d'obligations (Barclays Euro Aggregate 7-10 ans).

Un tel portefeuille n'a malheureusement pas grand-chose en commun avec le portefeuille moyen de l'investisseur particulier qui, comme le reconnaît l'ESMA elle-même dans la page suivante de son rapport, se compose de :

- 35% de dépôts (dont la grande majorité ne donne certainement pas un rendement au taux « interbancaire » (Euribor) à un an ni ne prend ce taux pour indice de référence),
- 32% d'assurances et de fonds de pension,
- 17% d'actions,
- 7% de FCP
- et 5% d'obligations.

Performance : les marchés financiers ne peuvent être un indicateur pour les produits d'investissement destinés aux particuliers

Notre expérience et nos constatations confirment clairement que les performances des marchés financiers n'ont malheureusement pas grand-chose à voir avec les performances des produits d'épargne réels distribués aux citoyens de l'UE. C'est particulièrement vrai pour l'épargne à long terme et l'épargne retraite. Cette différence s'explique principalement par le fait que la plupart des citoyens de l'UE

⁵ EBA – EBA Consumer Trends Report 2014

⁶ EIOPA – Consumer Trends Report – 15 décembre 2013

⁷ ESMA – Trends, Risks, Vulnerabilities Report Nr. 1, Mars 2014

investissent la majorité de leurs économies non pas dans des produits des marchés financiers (tels que les actions et les obligations) mais bien dans des « produits prêts à l'emploi » (tels que les comptes d'épargne, les fonds d'investissement, les contrats d'assurance vie et les produits d'épargne retraite).

On pourrait arguer que les produits d'assurance et de pension « prêts à l'emploi » ont des rendements similaires à ceux d'un portefeuille mixte d'actions et d'obligations puisque leurs principales composantes d'investissement sous-jacentes sont des actions et des obligations. Ce serait toutefois pécher par excès d'optimisme en faisant fi de réalités telles que les frais et commissions réclamés sur les produits destinés aux particuliers, les taux de rotation des portefeuilles, les risques des gestionnaires, etc. À eux seuls, les frais mettent déjà à mal cette théorie.

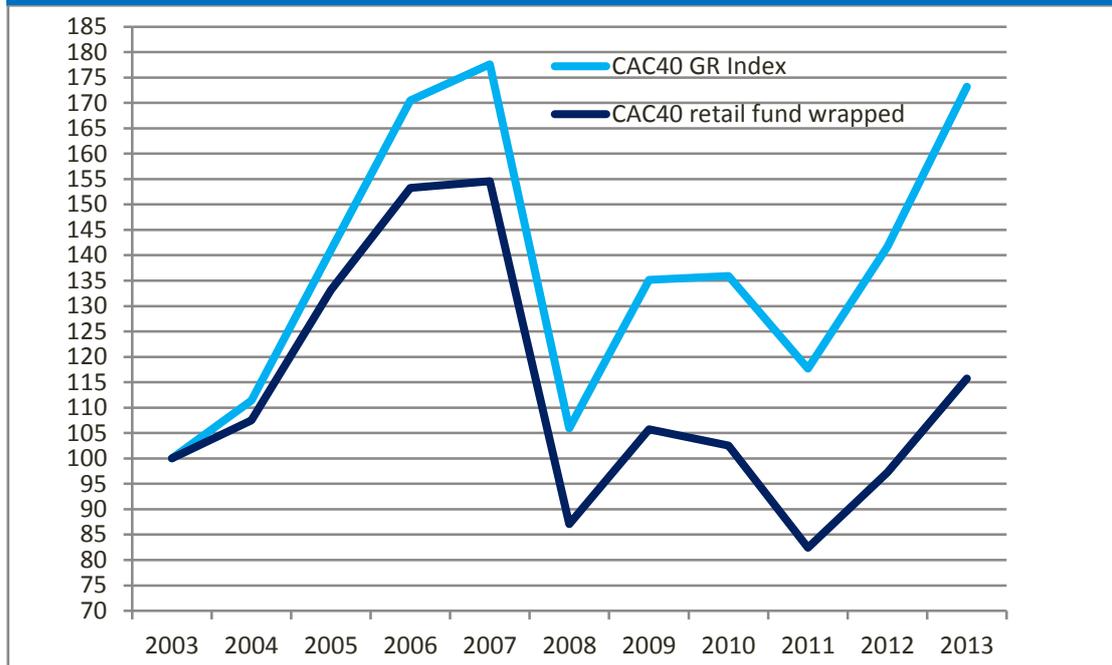
Les tableaux ci-dessous montrent deux exemples réels frappants – mais malheureusement pas inhabituels – de cette réalité généralement ignorée : la performance des marchés financiers ne peut être une indication indirecte valable pour déterminer la performance des investissements des particuliers. Une des raisons majeures réside dans les frais et commissions facturés directement ou indirectement aux clients. La Commission européenne elle-même reconnaît publiquement cette réalité (voir note de bas de page ², ci-dessus).

Tableau 1 : Cas réel d'un fonds de pension professionnelle belge	
Performance des marchés financiers par rapport à la performance du fonds de pension professionnelle belge pour la période 2000-2012	
Performance des marchés financiers (indice de référence*)	
Performance nominale	+48%
Performance réelle (avant taxation)	+11%
Performance du fonds de pension (même indice de référence)	
Performance nominale	+10%
Performance réelle (avant taxation)	- 25%
* 50% actions/50% obligations (pour les actions, indice MSCI World et, pour les obligations européennes, indice JPM Euro Bond)	
Sources : Better Finance, fournisseur	





Tableau 2 : Cas réel d'un fonds indiciel d'actions français pour les particuliers



Traduction : CAC40 GR Index → Indice CAC 40 GR / CAC40 retail fund wrapped → CAC 40 fond en unité de compte pour particuliers

Source : Recherches de Better Finance

Dans ce cas, un fonds dit « indiciel » pour les particuliers a en réalité enregistré, après dix ans, une performance inférieure de 5700 points de base à celle de l'indice d'actions concerné (+16% au lieu de +73% pour l'indice de référence), cet écart de performance étant attribuable en totalité aux frais.

L'approche consistant à utiliser les rendements des marchés financiers pour établir indirectement celui des investissements de particuliers, choisie à mauvais escient par l'ESMA, est malheureusement fort répandue dans les recherches publiques disponibles. C'est par exemple le cas du rapport de recherche le plus récent publié par la Commission européenne sur ce sujet (voir note de bas de page ⁴ ci-dessus).

Malheureusement, ce n'est pas un hasard si l'autorité de réglementation européenne a chargé les Autorités de surveillance de recueillir, analyser et rapporter les « tendances » concernant l'épargne européenne. Nous apprenons dans les écoles de commerce que l'on ne peut gérer et surveiller que ce que l'on peut mesurer. Une des responsabilités juridiques majeures attribuées aux Autorités européennes de surveillance est d'assumer « un rôle prépondérant dans la promotion de la transparence, de la simplicité et de l'équité sur le marché des

produits ou des services financiers, dans l'ensemble du marché intérieur, notamment en ... recueillant, analysant et rapportant les tendances de consommation... »

Pour une approche client des rendements de l'épargne retraite

Cette recherche lancée par *Better Finance* et ses partenaires s'est fixé pour objectif et pour défi de recueillir, analyser et rapporter les performances passées réelles des produits d'épargne retraite pour les clients.

Notre premier rapport, publié en 2013, a établi la méthodologie, qui est également utilisée pour cette édition 2014, qui a été fort étoffée et couvre maintenant 75% de la population de l'UE.

Le rendement réel net des produits d'épargne retraite devrait être :

- le rendement à long terme (au moins 10 ans et couvrant au moins deux cycles économiques et financiers complets, car même les rendements à long terme sont très sensibles aux dates d'entrée et de sortie) ;
- net de tous frais, commissions et charges supportées directement ou indirectement par le client ;
- net d'impôts supportés par le client (aux États-Unis, depuis des décennies, le résumé du prospectus doit obligatoirement mentionner la performance passée des fonds de placement collectifs après taxation) ;
- net d'inflation (car, pour les produits à long terme, seul le rendement réel importe ; telle est la bonne approche adoptée par l'OCDE, comme indiqué ci-dessus).

Le rapport général suivant et les rapports par pays montrent que cette tâche n'est pas irréalisable mais très difficile pour un centre d'experts indépendants tel que *Better Finance*, car nombre de données ne sont simplement pas disponibles à un niveau agrégé et national, surtout pour les premières années. En outre, la complexité de la taxation de l'épargne retraite dans les pays de l'UE rend extrêmement difficile le calcul des rendements après imposition. Voilà où en sont la « transparence, la simplicité et l'équité sur le marché des produits financiers pour les particuliers » que consacre le droit européen.





Épargne Retraite: Performances réelles

Edition 2014

Résumé

Comme l'indique la Commission européenne dans un document de travail de 2013, « la crise a renforcé la méfiance de l'épargnant à l'égard des institutions et des marchés financiers »⁸. De même, le dernier Tableau de bord des marchés européens de consommation⁹ classe les retraites et les investissements parmi les pires marchés de consommation tous secteurs confondus.

Le présent rapport documente une des raisons de cette méfiance : lorsque l'on déduit de leurs rendements nominaux l'inflation, les charges et les taxes, les produits d'épargne retraite s'avèrent peu performants. Ce rapport étend la couverture géographique d'une recherche initiale de *Better Finance* intitulée « Épargne Retraite: *Performances réelles* », publiée en juin 2013, en ajoutant la Belgique, l'Allemagne, l'Italie, la Pologne et le Royaume-Uni au groupe initial, qui comprenait l'Espagne, la France et le Danemark. Il couvre ainsi maintenant 75% de la population de l'UE. *Better Finance* a en outre étendu la période couverte afin de mesurer la performance de 2000 à 2013, dans les limites de disponibilité des données.

Les pays analysés peuvent être répartis en trois catégories :

- les pays comme le Danemark et le Royaume-Uni, d'une part, où les fonds de pension et les encours des assurances vie représentent bien plus que le PIB annuel et où les rendements réels des pensions privées revêtent une importance capitale ;
- à l'opposé, des pays comme l'Italie et l'Espagne, où les retraites dépendent

⁸ Document de travail de la Commission « *Long-Term Financing of the European Economy* » accompagnant le Livre vert « *Le financement à long terme de l'économie européenne* », Commission européenne, 25 mars 2013, page 10 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>

⁹ http://ec.europa.eu/consumers/consumer_evidence/consumer_scoreboards/10_edition/docs/cms_10_factsheet_en.pdf

principalement de la qualité et de la durabilité de systèmes de financement par répartition ;

- et les autres pays dans une position intermédiaire, où le niveau de vie des retraités dépend à la fois de la durabilité des systèmes de financement par répartition et des rendements de l'épargne privée.

L'inflation a diminué ces dernières années dans une majorité de pays, ce qui a réduit l'écart entre la performance nominale et la performance réelle. Les principales différences de rendements réels nets entre les pays sont en partie dues à la composition des produits de pension, à la performance des marchés financiers, aux compétences des gestionnaires d'actifs en termes de sélection des titres et d'arbitrage sur valeur liquidative. Toutefois, les rendements réels nets des pensions privées sont surtout affectés et influencés par les gestionnaires d'actifs et autres intermédiaires et, en fin de compte, par la charge fiscale.

Une comparaison entre les pays fait apparaître des différences frappantes dans la répartition des actifs des fonds de pension. Les fonds de placement sont la principale composante des investissements en Belgique et en Allemagne. C'est aussi le cas au Royaume-Uni, bien que dans une moindre mesure : là, les fonds de placement tendent à remplacer la détention directe d'actions, dont le poids est passé de 57% à 21% entre 2001 et 2012. À l'inverse, la prépondérance des titres d'entreprises au Danemark explique la bonne performance des produits de pension dans ce pays. Les obligations dominent en Pologne, en Espagne et en Italie. Il s'agit principalement de bons d'État en Italie et en Espagne, tandis que la Pologne présente un équilibre entre bons d'État et obligations d'entreprises, qui a poussé les rendements à la hausse. Dans l'ensemble, la période 2001-2012 fait apparaître un déclin des actions et une augmentation de la dette publique dans la répartition des actifs des fonds de pension, une tendance qui n'est pas favorable aux épargnants parce qu'elle réduit les perspectives de rendement.

En ce qui concerne les performances du marché, tous les indices boursiers avaient retrouvé leur niveau d'avant la crise à la fin de 2013 mais le rendement réel sur une période de 14 ans, depuis la fin de 2000 jusqu'à la fin de 2013, restait négatif en Belgique, en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni. Nous avons choisi cette période de 14 ans parce qu'elle inclut deux relances des marchés et deux ralentissements (celui qui a suivi l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques et la crise financière de 2008). C'est sur cette période que nous basons notre analyse dans la mesure où les données sont disponibles. Le choix de





la période de référence a, en réalité, un impact très concret sur les rendements réels : pour garantir l'objectivité de nos recherches, nous avons accordé une attention particulière au choix de la période à couvrir.

La baisse des taux d'intérêts sur les bons d'État, enregistrée depuis 2012, a eu une incidence positive sur les encours, surtout dans les pays où cette classe d'actifs est dominante, mais elle réduit la capacité d'offrir une bonne rémunération sur les nouveaux flux d'investissement.

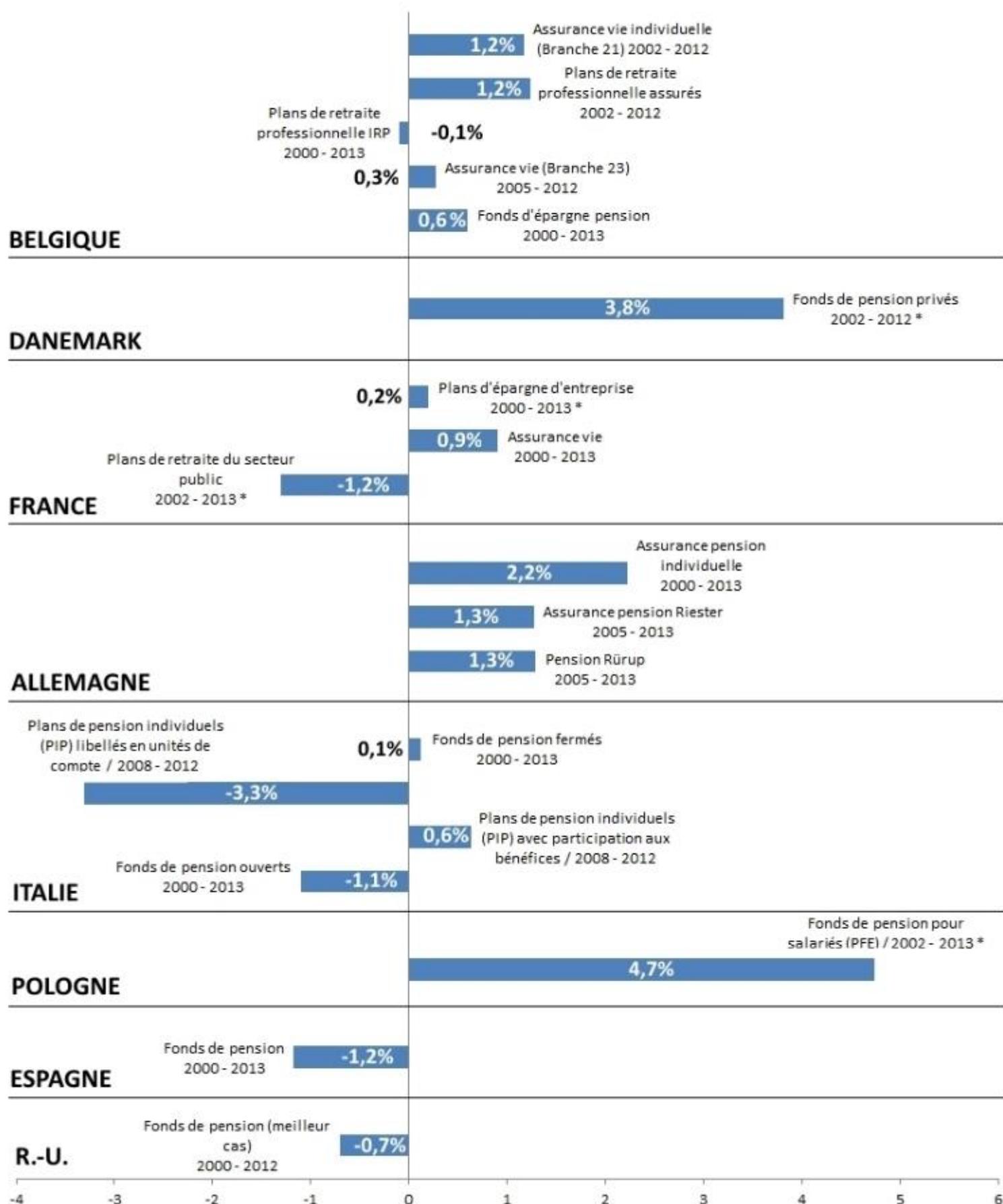
Les charges réduisent de façon substantielle les performances des produits de pension, surtout des produits individuels « prêts à l'emploi ». Ces charges sont souvent complexes, opaques et loin d'être harmonisées entre les différents fournisseurs de prestations de retraite.

Enfin, les taxes réduisent la performance de l'investissement. Le modèle général appliqué aux produits de pension est la taxation différée, les cotisations étant déduites du revenu imposable alors que les pensions sont taxées. Lors de son départ à la retraite, l'épargnant peut encaisser au moins partiellement le capital accumulé, en un montant global, souvent exonéré d'impôts. Nos calculs des rendements nets reposent sur le cas le plus favorable, à savoir l'hypothèse où l'épargnant encaisse la somme globale la plus élevée possible.

Les rendements annuels moyens réels après déduction des charges et de la taxation des fonds de pension dépassaient les 4,7% au Danemark, sur la période 2002-2012, et en Pologne, sur la période 2002-2013. À l'inverse, nous avons trouvé des rendements négatifs en Belgique (Fonds de pension – IORP 2000-2013), en France (contrats d'assurance vie libellés en unités de compte 2000-2013), en Italie (Fonds communs de placement 2003-2012 et PIP II 2008-2012), en Espagne (contrats libellés en unités de compte 2000-2013) et au Royaume-Uni (2000-2012). Ces rendements négatifs ont amené les pouvoirs publics de certains États membres à prendre des mesures afin d'améliorer la transparence et de limiter les frais réclamés par les fournisseurs de fonds de pension. Il s'agit d'un point crucial, surtout dans des pays tels que le Royaume-Uni, où le niveau de vie des retraités est fort tributaire de régimes de retraite par capitalisation.

Rendements réels nets annualisés de l'épargne retraite

Après déduction des charges, de l'inflation et des taxes (sauf * = avant taxation)





Épargne Retraite: Performances réelles

Edition 2014

Rapport général

Introduction

En juin 2013, *Better Finance* a publié un rapport de recherche intitulé : «*Épargne Retraite: performances réelles*». Cette étude évalue la performance réelle des produits d'épargne retraite après charges, inflation (rendements « réels ») et – si possible – après impôts ; elle décrit les facteurs influençant ces rendements au Danemark, en France et en Espagne. De plus, elle décrit en détail les instruments d'épargne retraite disponibles dans chaque pays et les charges et taxes qui s'y appliquent.

L'étude a montré que si l'on tient compte des charges, de l'inflation et des taxes, les rendements réels de l'épargne pour la retraite au Danemark, en France et en Espagne avaient été très faibles sur la période de 10 ans allant de 2002 à 2011. Il est particulièrement important de mesurer tous les éléments (inflation, charges et taxes) qui réduisent les performances des investissements lorsque les taux d'intérêts sont bas et les tendances des actions incertaines parce que le rendement réel pour l'épargnant peut être nettement négatif.

Pour brosser un tableau plus complet des rendements des pensions dans l'UE, la présente étude vise à :

- Actualiser l'étude initiale de *Better Finance* sur la base des données liées aux années 2012 et 2013 lorsqu'elles étaient disponibles au moment de la rédaction de ce rapport ;
- Augmenter le nombre d'États membres de l'UE couverts par la méthodologie de recherche élaborée dans le rapport initial. Les nouveaux pays étudiés incluent la Belgique, l'Allemagne, l'Italie, la Pologne et le Royaume-Uni.

Ainsi, la recherche de *Better Finance* sur l'épargne en vue de la retraite couvre

maintenant 75 % de la population de l'UE.

La comparaison de l'efficacité des régimes nationaux de pension privée est encore plus importante maintenant que la Commission européenne a :

- publié une proposition visant à amender la directive sur les retraites professionnelles en améliorant l'information aux affiliés et aux bénéficiaires,¹⁰
- décidé « de lancer un nouveau projet pour développer le marché unique des produits de retraite individuels ». ¹¹ La présente étude pourrait contribuer à définir le meilleur modèle à généraliser et à appliquer à l'ensemble de l'UE.

Profils nationaux

Le tableau 3 met en lumière quelques caractéristiques majeures des régimes de retraite dans les pays couverts par la présente étude.

Un indicateur utile de la pression sur les régimes de retraite est le taux de dépendance des personnes âgées, défini comme le rapport entre le nombre total de personnes âgées ayant atteint l'âge où elles sont généralement économiquement inactives (65 ans et plus) et le nombre de personnes en âge de travailler.¹² Ce taux est faible en Espagne (13%) et en Pologne (19%). C'est en Italie et en Allemagne qu'il est le plus élevé : 31%. Cela signifie que la pression sur les régimes par répartition atteint son niveau maximum dans ces deux pays. La Belgique, le Royaume-Uni, la France et le Danemark se classent à un niveau intermédiaire, avec des taux d'environ 25%.

Les plans de retraite, les contrats d'assurance vie et les régimes par répartition se combinent différemment dans chaque pays pour constituer le revenu général des retraités.¹³ C'est au Danemark que le taux de remplacement pour les personnes à revenu moyen est le plus élevé (95%), taux atteint principalement grâce aux

¹⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014PC0167&from=EN>

¹¹ EIOPA, *Towards an EU-single market for personal pensions, an EIOPA Preliminary to COM* », EIOPA-BoS-14/029, 2014

¹² Définition d'Eurostat.

¹³ La présente étude ne tient compte que des sources financières de revenus des retraités, pas des revenus immobiliers.





régimes de retraite par capitalisation et aux réserves d'assurance vie. Viennent ensuite l'Espagne (85%) et l'Italie (76%) qui, elles, s'appuient principalement sur des régimes de retraite publics.

Les droits nets des ménages sur les réserves de fonds de pension vont d'un minimum de 4% en Belgique à un maximum de 138% au Royaume-Uni. À l'exception du Royaume-Uni et du Danemark (61%), ce taux est inférieur à 25% dans tous les pays. Cela s'explique par le fait que ces deux pays sont les seuls à avoir constitué des régimes de retraite par capitalisation depuis longtemps, tandis que les autres se sont largement appuyés sur un régime par répartition géré par le secteur public.

Il convient toutefois de prendre également en considération un deuxième indicateur pour avoir une perception correcte de l'épargne accumulée pour la retraite : la part des droits nets des ménages sur les réserves d'assurance vie en tant que pourcentage du PIB. En effet, beaucoup de mécanismes de pension sont organisés dans le cadre juridique de contrats d'assurance vie, que ce soit pour les pensions du 2e pilier (régimes de retraite professionnelle et régimes d'entreprise) ou du 3e pilier (contrats privés individuels). En conséquence, les droits nets des ménages sur les réserves d'assurance vie représentent 59% du PIB en Belgique, 49% au R.-U., 65% en France et 76% au Danemark.

De plus, dans des pays tels que la France, l'assurance vie est largement utilisée par les ménages comme moyen d'obtenir des ressources supplémentaires à l'âge de la retraite, même si la plupart des produits offerts par les compagnies d'assurance ne sont pas spécifiquement conçus pour la retraite, c.-à-d. que les souscripteurs peuvent racheter leur contrat à tout moment, même s'ils ne sont pas encore à la retraite. Il n'est pas possible de connaître ex ante quel pourcentage de contrats d'assurance vie seront effectivement utilisés pendant la période de la retraite mais beaucoup de sondages confirment que cet objectif est une motivation majeure de souscription d'un contrat d'assurance vie.

Le poids de l'assurance vie est plus faible en Allemagne (36%), en Italie (27%), en Espagne (13%) et en Pologne (5%).

Dans l'ensemble, les pays analysés peuvent être répartis en trois catégories :

- Dans un premier groupe de pays, la somme des actifs (et passifs) des pensions et assurances vie représente des montants énormes,

équivalant à 187% du PIB au Royaume-Uni, à la fin de 2012, et 137% au Danemark. Dans ces pays, la question des rendements réels des pensions privées est cruciale pour les futurs retraités, surtout pour ceux qui participent à des régimes à cotisations déterminées.

- Dans un groupe à l'autre extrémité du classement, les citoyens ont peu d'actifs capitalisés à leur disposition pour leur retraite. La somme des contrats d'assurance vie et des actifs des fonds de pension représentait 23% du PIB en Pologne et 24% en Espagne à la fin de 2012. Dans ces pays, les citoyens seront avant tout tributaires de la qualité et de la durabilité des mécanismes en place dans le cadre de systèmes par répartition.
- Le troisième groupe de pays se situe dans une position intermédiaire. Les fonds de pension et les contrats d'assurance vie représentent 72% du PIB en France, 63% en Belgique, 61% en Allemagne et 42% en Italie. Dans ces pays, les citoyens dépendent autant de la durabilité des systèmes par répartition que des rendements de l'épargne retraite. Les gouvernements s'attachent à renforcer le système de retraite public (comme en Italie) et/ou à augmenter l'épargne placée dans des produits de pension privés (comme en Allemagne). Toutefois, lorsque les produits de pension privés ne génèrent que peu de profits, la légitimité de ces efforts est mise en question dans le débat public. La controverse entourant les produits *Riester* illustre ce risque.

Une des limites du présent rapport est qu'il ne tient pas compte du logement comme actif pour la retraite. La proportion des ménages propriétaires varie énormément d'un pays à l'autre. Par exemple, elle est particulièrement basse en Allemagne, où la majorité des ménages sont locataires. Dans ce pays, l'enjeu des rendements de l'épargne retraite est d'autant plus grand qu'une majorité de retraités ne peuvent compter sur leur statut de propriétaire pour s'assurer un niveau de vie minimum décent.

Toutefois, une maison n'est pas nécessairement le meilleur actif pour assurer sa retraite. En effet, c'est un actif immobilisé et elle ne répond souvent pas aux besoins des personnes âgées en l'absence d'une utilisation large d'un prêt hypothécaire inversé : la maison pourrait devenir trop grande ou inappropriée si la personne devenait dépendante. Dans ce cas, des actifs financiers pourraient être préférables, à condition qu'ils offrent un bon rendement.





Tableau 3. Profils nationaux (à la fin de 2012)

Allemagne*

Avoirs de retraite	665,4 milliards €	Avoirs de retraite en % du PIB	25,00%
Encours des assurances vie	958,0 milliards €	Encours des assurances vie en % du PIB	35,90%
Population active	42,4m	Taux de dépendance des personnes âgées	31,60%
Taux de remplacement net : revenus moyens			58,40%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			56,00%

Belgique

Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension	15,1 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension en % du PIB	4,00%
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie	222,1 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie en % du PIB	59,10%
Population active	4,9m	Taux de dépendance des personnes âgées	26,00%
Taux de remplacement net : revenus moyens			66,00%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			52,10%

Danemark

Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension	150,4 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension en % du PIB	61,30%
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie	186,7 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie en % du PIB	76,10%
Population active	2,9m	Taux de dépendance des personnes âgées	25,50%
Taux de remplacement net : revenus moyens			94,50%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			32,60%

Espagne

Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension	109,2 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension en % du PIB	10,60%
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie	134,0 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie en % du PIB	13,00%
Population active	23,1m	Taux de dépendance des personnes âgées	25,20%
Taux de remplacement net : revenus moyens			84,50%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			84,90%

France

Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension	163,0 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension en % du PIB	8,00%
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie	1.306,1 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie en % du PIB	64,30%
Population active	28,8m	Taux de dépendance des personnes âgées	25,90%
Taux de remplacement net : revenus moyens			60,80%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			60,40%

Italie

Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension	227,7 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension en % du PIB	14,50%
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie	958,0 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie en % du PIB	27,30%
Population active	42,4m	Taux de dépendance des personnes âgées	30,90%
Taux de remplacement net : revenus moyens			76,20%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			71,70%





Pologne

Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension	68,7 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension en % du PIB	18,00%
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie	18,2 milliards €	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurances vie en % du PIB	4,80%
Population active	17,3m	Taux de dépendance des personnes âgées	18,90%
Taux de remplacement net : revenus moyens			68,20%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			33,20%

Royaume-Uni**

Avoirs de retraite, 2011	2.450 milliards €	Avoirs de retraite en % du PIB	138,30%
Encours des assurances vie, 2011	858,4 milliards €	Encours des assurances vie en % du PIB	48,50%
Population active	31,9m	Taux de dépendance des personnes âgées	25,20%
Taux de remplacement net : revenus moyens			58,40%
Taux de remplacement net des régimes de retraite publics pour les revenus moyens, 2011			37,40%

* Pour l'Allemagne, les encours des assurances vie correspondent aux avoirs totaux détenus par les compagnies d'assurance vie. Les avoirs de retraite sont la somme des avoirs détenus par les fonds de pension et des réserves non financières des fonds de pension.

** Pour le Royaume-Uni, les encours des assurances vie et les avoirs de retraite correspondent aux avoirs détenus respectivement par les compagnies d'assurance vie et par les régimes de retraite par capitalisation en 2011.

Source : OCDE, Eurostat et Office national de statistique (ONS)

Calcul des rendements

Inflation

Les pays nouvellement couverts par la présente étude ont connu divers profils d'inflation ces dix dernières années.

Durant la période observée, c'est en Pologne que le taux d'inflation moyen a été le plus élevé, ce qui a eu un fort impact négatif sur les rendements réels de l'épargne.

L'inflation moyenne des prix a été nettement plus faible en Allemagne, où elle a plongé pour avoisiner zéro en 2009. Des taux bas ont également été observés dans tous les autres pays, à l'exception de la Pologne et du Royaume-Uni.

Au Royaume-Uni, l'inflation a atteint un maximum de 4,5% en 2011, avant de retomber à la moyenne européenne en 2012, pour s'en ré écarter en 2013, le pays n'ayant pas connu le net recul observé dans la zone euro. Pendant toute cette période, l'imposition sur les rendements de l'épargne retraite a été forte.

La Belgique et l'Italie ont affiché des tendances similaires durant la même période, avec des planchers historiques en 2009, puis une forte hausse en 2011 et une convergence avec les autres pays en 2012 et 2013.

Au total, les taux d'inflation ont quelque peu diminué dans une majorité de pays. Les économistes ne sont actuellement pas d'accord quant aux implications des tendances actuelles des prix. Certains craignent que la zone euro n'entre en déflation. Ils pressent les autorités politiques et monétaires de prendre des mesures pour combattre le risque d'aggravation de la récession. D'autres, ainsi que la plupart des banques centrales, pensent au contraire que la modération actuelle des prix est due aux tendances à l'importation, en particulier pour l'énergie. Il faudrait en tout cas tenir compte du fait que les taux d'intérêts bas exposent les épargnants au risque de rendements négatifs si l'inflation venait à repartir à la hausse.





Tableau 4. Inflation (en %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	1	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6
Belgique	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0	2,3	3,4	2,6	1,2
Danemark	2	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	2,7	2,4	0,4
Espagne	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	<u>-0,2</u>	2	3,1	2,4	1,5
France	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0
Italie	2,8	2,3	2,2	2,2	2	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3
Pologne	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4	2,7	3,9	3,7	0,8
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6

Source : Eurostat (IPCH)

La baisse de l'inflation est allée de pair avec une réduction des déficits du secteur public dans tous les pays, voire le dégagement d'un excédent en Allemagne.

Toutefois, dans tous les pays à l'exception de la Pologne, le niveau de la dette publique en cours reste bien supérieur au plafond théorique de 60% fixé par le Traité de Maastricht, le record étant détenu par l'Italie. En outre, la diminution rapide de l'épargne en Italie risque de pousser ce pays à couvrir son déficit par la création monétaire et par l'inflation des prix.

Tableau 5. Déficit du secteur public et dette publique¹⁴ (%)

	Déficit du secteur public en % du PIB		Dette publique en % du PIB	
	2009	2012	2009	2012
UE (27)	<u>-6,9</u>	<u>-3,9</u>	96,6	101,1
Allemagne	<u>-3,1</u>	0,1	74,6	81,0
Belgique	<u>-5,6</u>	<u>-4,0</u>	74,6	81,0
Danemark	<u>-2,7</u>	-3,8	40,7	45,4
Espagne	<u>-11,1</u>	<u>-10,6</u>	54,0	86,0
France	<u>-7,5</u>	<u>-4,9</u>	79,2	90,6
Italie	<u>-5,5</u>	<u>-3,0</u>	116,4	127,0
Pologne	<u>-7,5</u>	<u>-3,9</u>	50,9	55,6
Royaume-Uni	<u>-11,4</u>	<u>-6,1</u>	67,1	88,6

Source : Eurostat

¹⁴ Dette publique brute, dite « dette de Maastricht ».

Composition de l'actif

Une comparaison entre les pays européens fait apparaître des différences frappantes de répartition des actifs des fonds de pension.

En Belgique, les fonds d'investissement représentent la principale composante des investissements (71% en 2012). Cependant, ce chiffre ne donne guère d'indications sur le type d'exposition des fonds de pension car on ne connaît pas la composition du portefeuille des fonds d'investissement détenus par les fonds de pension. De plus, les fonds d'investissement sont une des modalités de gestion déléguée du portefeuille, l'autre étant le mandat donné à des gestionnaires professionnels de portefeuille.

Le Danemark se distingue par la prédominance des titres d'entreprises, tant des actions que des obligations. Les emprunts d'État n'ont joué qu'un rôle marginal parce que les déficits publics étaient faibles, comme l'a expliqué l'étude initiale. Toutefois, en 2012, le poids relatif des emprunts d'État a doublé pour passer de 24% en 2007 à 49%.

En Allemagne, les fonds d'investissement se taillent la part du lion dans les avoirs des fonds de pension, qui se distinguent en outre par l'importance des prêts dans leurs avoirs. La plupart de ces prêts sont attribués à des salariés d'entreprises.

En Italie, les emprunts publics et bons du Trésor représentent près de la moitié des avoirs des fonds de pension. Les ménages investissent traditionnellement beaucoup dans des emprunts d'État italiens mais ils ont réduit progressivement leur exposition à ce type de produits et les investisseurs institutionnels, entre autres les fonds de pension, ont compensé ce retrait.

En Pologne, les instruments de dette publique représentaient 66% des avoirs mais leur poids a diminué et, en 2012, leur part égalait (44%) celle des titres d'entreprises.

En Espagne, le poids des instruments de dette publique a fort augmenté après la crise financière, passant de 28% des avoirs en 2007 à 40% en 2012. Cette tendance va de pair avec une diminution des obligations et actions d'entreprises dans les portefeuilles.





Le Royaume-Uni est traditionnellement le pays où les actions constituent le principal véhicule d'investissement des avoirs des fonds de pension. Leur part a diminué de 57% à 21% entre 2001 et 2012 mais cette tendance a été compensée par un recours croissant à des fonds d'investissement, qui pourraient avoir simplement remplacé les mandats en tant que cadre juridique pour une gestion externalisée des portefeuilles.

Dans l'ensemble, la période 2001-2012 révèle un déclin des actions et une hausse des instruments de dette publique dans la répartition des avoirs des fonds de pension. Ces phénomènes sont dus, pour une part, à des moins-values latentes sur le portefeuille d'actions et, pour une autre part, à une nouvelle répartition des avoirs. Cette tendance n'est pas en faveur des épargnants parce qu'elle réduit la perspective de rendements. Toutefois, la bonne performance des marchés des actions en 2013 par rapport à celle des obligations et la fin de la crise de la dette souveraine ont récemment mené nombre de gestionnaires d'actifs à replacer une plus grande part de leurs investissements dans des actions, surtout dans des actions de la zone euro.

**Tableau 6. Répartition des actifs des fonds de pension¹⁵, hors contrats non affectés
(en % des avoirs totaux)**

		Liquidités et dépôts	Créances & obligations	Actions	Fonds d'investissement	Autres Investissements	Total
Allemagne	2001	1,6	28,4	39,1	0,0	30,8	100
	2007	2,3	23,5	0,1	38,5	35,6	100
	2012	1,4	35,7	0,2	39,2	23,6	100
Belgique	2001	3,8	15,5	17,7	55,1	7,9	100
	2007	2,5	7,6	9,3	75,5	5,1	100
	2012	3,0	11,4	8,2	71,4	6,0	100
Danemark	2001	0,3	47,1	39,7	10,0	2,9	100
	2007	0,3	50,8	30,7	11,6	6,6	100
	2012	0,4	66,1	13,0	2,3	18,2	100
Espagne	2001	4,7	58,1	19,6	4,3	13,3	100
	2007	5,6	59,6	17,4	8,5	8,9	100
	2012	14,6	55,7	9,1	9,7	11,0	100
Italie	2001	3,8	12,9	17,7	55,1	10,5	100
	2007	2,5	6,4	9,3	75,5	6,4	100
	2012	3,0	9,5	8,2	71,4	7,9	100

¹⁵ Selon la définition officielle des fonds de pension donnée par l'OCDE. Pour plus d'informations, voir « *Les pensions privées: Classification et glossaire de l'OCDE* », consultable sur la page www.oecd.org/daf/pensions

Pologne	2001	3,8	11,9	17,7	55,1	11,5	100
	2007	2,5	5,8	9,3	75,5	6,9	100
	2012	3,0	8,8	8,2	71,4	8,6	100
Royaume- Uni	2001	2,6	19,2	53,8	11,4	13,1	100
	2007	2,9	21,9	29,6	23,3	22,3	100
	2012	na	26,8	21,3	34,4	17,6	100

Source : OECD Global Pension Statistics, Office de statistique national britannique (Royaume-Uni, 2012)

Performance des actifs

Marchés des actions

Les marchés européens des actions sont repartis à la hausse en 2012 et 2013. L'indice *MSCI total return* « *Developed Europe* », a augmenté de 17,3% (2012) et 19,8% (2013) en termes nominaux et de 14,3% (2012) et 18% (2013) en termes réels (après -10,8% en 2011), comme le montre le Tableau 7 ci-dessous. En 2012, les rendements réels sont sortis du rouge sur tous les marchés nationaux composant l'indice MSCI, à l'exception de l'Espagne (-1%), qui a fini par repasser en positif en 2013 (23,8%). À la fin de 2013, tous les indices avaient retrouvé leur niveau d'avant la crise (2000) mais le rendement annuel moyen réel des investissements en actions sur une période de 14 ans, allant de la fin 2000 à la fin 2013, restait négatif en Belgique, en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni. Le marché allemand n'a ni gagné ni perdu en termes réels, tandis que le Danemark (5,9%) et la Pologne (1,5%) ont enregistré des résultats positifs. Cette période de référence de 14 ans inclut deux relances du marché et deux ralentissements. Le choix de la période de référence a, en réalité, un impact très concret sur les rendements réels, même à relativement long terme. L'idéal serait de prendre en considération la période moyenne (durée) pendant laquelle un individu épargne pour sa retraite, qui est plus que probablement supérieure à 14 ans.

Si l'on se limite à 2013, les meilleures performances ont été atteintes par la bourse espagnole (+23,8% en termes réels) et par la bourse allemande (+23,7%) ; viennent ensuite la belge (+20,7%), la française (+19,7%) et la danoise (+19,3%). L'Italie et le Royaume-Uni étaient à la traîne (+13,8% et +12,6%, respectivement), tandis que la bourse polonaise a enregistré un résultat négatif (-2,6%).

Sur la période de 14 ans étudiée, c'est la bourse italienne basée à Milan qui a





réalisé le plus mauvais résultat, avec un rendement annuel moyen réel de -4,6%. Elle a souffert de la prédominance du secteur financier dans la capitalisation boursière totale. La bourse belge a aussi livré de piètres résultats (-1,6% par année en moyenne) parce que ce marché concentré a connu sa pire chute en 2008 (-66,3% en termes réels). C'est le Danemark qui a signé la meilleure performance, avec un rendement annuel moyen réel exceptionnel de 5,9%, qui ne semble pas durable au vu du taux de croissance de l'économie réelle.

Tableau 7. Rendements réels historiques sur les marchés des actions 2000-2013, moyenne annuelle

Europe développée*	Belgique	Danemark	France	Allemagne	Italie	Pologne	Espagne	R.-U.
<u>-1,0%</u>	<u>-1,6%</u>	5,9%	<u>-1,3%</u>	0,0%	<u>-4,6%</u>	1,5%	<u>-0,2%</u>	<u>-0,8%</u>

* L'indice MSCI Europe NR se compose des indices des 15 marchés développés suivants : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni.

Marchés des emprunts d'État

En 2012, les taux d'intérêt sur les nouvelles émissions d'emprunts d'État ont baissé fortement dans la plupart des pays de la zone euro et ont engendré d'importantes plus-values latentes sur les portefeuilles des fonds de pension. L'indice *Barclays Government Bonds* dans la zone euro a augmenté de 10,9% en termes nominaux (8,3% après déduction du taux d'inflation).

La meilleure performance de 2012 a été enregistrée en Italie, où les taux d'intérêt des nouvelles émissions d'emprunts d'État à 10 ans ont reculé, passant d'environ 7% à la fin de 2011 à quelque 4,5% à la fin de 2012, et ont engendré un rendement nominal de 20,8%, ce qui représente un rendement réel de 16,9%. Toutefois, cette tendance à la hausse a suivi deux années de tensions avec des rendements négatifs. Sur une période de 14 ans (de fin 2000 à fin 2013), le marché obligataire italien a généré un rendement annuel moyen réel de 3%. L'incertitude politique de 2013 a empêché l'Italie de profiter d'une nouvelle baisse des taux d'intérêts telle qu'elle s'est produite en Espagne, malgré les assurances de la BCE que toutes les mesures seraient prises pour préserver l'euro. Les autorités italiennes ont dû attendre le début de 2014 pour gagner la pleine confiance des acteurs du marché.

La Belgique se classe deuxième en termes de bonnes performances des marchés obligataires en 2012 (+13,3% en termes réels).

Tout au long de 2012 et au début de 2013, les taux allemands et français à long terme n'ont cessé de diminuer. Sur la période de 14 ans couverte par cette étude, le rendement réel du marché obligataire allemand a été un des plus élevés grâce à un faible taux d'inflation (3,4% en moyenne).

Les résultats du Royaume-Uni ne sont pas réellement synchrones avec ceux de la zone euro : en 2011, le pays signalait un rendement exceptionnel de 16,6%, bien qu'une inflation supérieure (4,5%) à celle de la zone euro (2,7%) ait réduit le rendement réel à 11,6%. Par contre, en 2012, les taux d'intérêt sont restés stables et le rendement réel est resté proche de zéro.

Il convient de noter que la diminution des taux d'intérêt a eu un impact positif sur les encours des fonds de pension mais a réduit la capacité d'offrir une bonne rémunération aux nouveaux flux d'investissements.



Tableau 8. Rendements historiques des marchés des actions

	T4 1999	T4 2000	T4 2001	T4 2002	T4 2003	T4 2004	T4 2005	T4 2006	T4 2007	T4 2008	T4 2009	T4 2010	T4 2011	T4 2012	T4 2013	Moy. Ann.
Europe développée*																
Rendement total (Net)	135.77	132.79	112.15	77.67	89.53	100.43	126.63	151.46	155.54	87.65	115.35	128.15	117.79	138.16	165.54	
%Δ	-2.2%	-15.5%	-30.7%	15.3%	12.2%	26.1%	19.6%	2.7%	-43.6%	31.6%	11.1%	11.1%	-8.1%	17.3%	19.8%	1.43%
%Δ IPCH	3.5%	3.2%	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	3.7%	1.0%	2.1%	3.1%	2.6%	1.5%	2.46%
Rendement réel	-5.5%	-18.2%	-32.4%	12.8%	9.7%	23.3%	16.9%	0.3%	-13.8%	45.6%	30.3%	8.8%	-10.8%	14.3%	18.0%	-1.01%
Rendement total (Net)	100.45	89.17	83.78	60.45	68.06	90.65	113.91	139.24	122.16	43.06	65.71	69.98	64.64	88.83	108.46	
%Δ	-11.2%	-6.0%	-27.9%	12.6%	33.2%	25.7%	22.2%	-12.3%	-64.7%	52.6%	6.5%	-7.6%	-7.6%	37.4%	22.1%	0.5%
%Δ IPCH	2.7%	2.4%	1.6%	1.5%	1.9%	2.5%	2.3%	1.8%	4.5%	0.0%	2.3%	3.4%	3.4%	2.6%	1.2%	2.2%
Rendement réel	-13.5%	-8.3%	-29.0%	10.9%	30.8%	22.6%	19.5%	-13.8%	-66.3%	52.6%	4.1%	-10.6%	-10.6%	33.9%	20.7%	-1.6%
Danemark																
Rendement total (Net)	131.28	144.99	130.24	92.80	115.23	139.88	200.69	249.11	282.18	155.64	205.94	287.93	249.89	322.99	387.06	
%Δ	10.4%	-10.2%	-28.7%	24.2%	21.4%	43.5%	24.1%	13.3%	13.3%	-44.8%	32.3%	39.8%	-13.2%	29.3%	19.8%	8.0%
%Δ IPCH	2.7%	2.3%	2.5%	2.0%	0.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	3.7%	1.0%	2.2%	2.7%	2.4%	0.4%	2.0%
Rendement réel	7.5%	-12.2%	-30.5%	21.8%	20.4%	41.0%	21.9%	11.4%	11.4%	-46.8%	31.0%	36.8%	-15.5%	26.3%	19.3%	5.9%
France																
Rendement total (net)	151.44	154.71	126.65	84.70	98.81	108.64	137.56	165.48	169.00	100.84	128.80	132.08	113.47	135.52	163.80	
%Δ	2.2%	-18.1%	-33.1%	16.7%	9.9%	26.6%	20.3%	2.1%	-40.3%	27.7%	2.6%	-14.1%	19.4%	20.9%	0.6%	
%Δ IPCH	1.8%	1.8%	1.9%	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.6%	3.2%	0.1%	1.7%	2.3%	2.2%	1.0%	1.9%	
Rendement réel	0.3%	-19.6%	-34.4%	14.2%	7.4%	24.3%	18.0%	0.5%	-42.2%	27.6%	0.8%	-16.0%	16.8%	19.7%	-1.3%	
Allemagne																
Rendement total (Net)	140.63	126.74	103.72	58.80	80.14	86.39	109.42	133.11	162.32	92.42	112.06	129.96	110.01	141.80	178.23	
%Δ	-9.9%	-18.2%	-43.3%	36.3%	7.8%	26.7%	21.6%	21.9%	-43.1%	21.3%	16.0%	16.0%	-15.3%	28.9%	25.7%	1.7%
%Δ IPCH	1.4%	1.8%	1.4%	1.0%	1.8%	1.9%	1.8%	2.3%	2.8%	0.2%	1.1%	1.1%	2.5%	2.2%	1.6%	1.7%
Rendement réel	-11.1%	-19.6%	-44.1%	34.9%	5.9%	24.3%	19.5%	19.3%	-44.6%	21.0%	14.7%	-10.6%	-17.4%	26.2%	23.7%	0.0%
Italie																
Rendement total (Net)	116.84	123.09	95.27	74.92	85.91	105.61	124.01	146.97	140.59	73.97	90.71	82.45	65.46	72.49	83.53	
%Δ	5.3%	-22.6%	-21.4%	14.7%	22.9%	17.4%	18.5%	-4.3%	-47.4%	22.6%	-9.1%	-20.6%	10.7%	15.2%	-2.4%	
%Δ IPCH	2.5%	2.4%	2.6%	2.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	3.5%	0.7%	1.7%	2.9%	2.9%	3.3%	1.3%	2.3%
Rendement réel	2.7%	-24.4%	-23.4%	11.6%	20.3%	14.8%	16.0%	-6.3%	-49.2%	21.7%	-10.6%	-22.8%	7.3%	13.8%	-4.6%	
Pologne																
Rendement total (Net)	100.00	76.28	65.36	73.48	109.83	157.18	195.75	223.32	106.12	145.47	179.29	129.48	177.52	174.24		
%Δ	-23.7%	-14.3%	12.4%	49.5%	43.1%	24.5%	14.1%	-52.5%	37.1%	23.2%	-27.8%	37.1%	-1.8%	4.4%		
%Δ IPCH	5.3%	2.0%	0.7%	3.6%	2.1%	1.3%	2.6%	4.2%	4.0%	2.7%	3.9%	3.7%	3.9%	0.8%	2.8%	
Rendement réel	-27.5%	-16.0%	11.6%	44.3%	40.1%	22.9%	11.2%	-54.4%	31.9%	20.1%	-30.5%	32.3%	-2.6%	1.5%		
Espagne																
Rendement total (Net)	122.81	110.32	103.11	74.11	97.71	116.90	140.65	187.90	210.07	131.25	182.46	152.30	138.07	140.03	175.94	
%Δ	-10.2%	-6.5%	-28.1%	31.8%	19.6%	20.3%	33.6%	11.8%	-37.5%	39.0%	-16.5%	-9.3%	1.4%	25.6%	2.6%	
%Δ IPCH	3.5%	2.8%	3.6%	3.1%	3.1%	3.4%	3.6%	2.8%	4.1%	-0.2%	2.0%	3.1%	2.4%	1.5%	2.8%	
Rendement réel	-13.2%	-9.1%	-30.6%	27.9%	16.1%	16.4%	29.0%	8.7%	-40.0%	39.4%	-18.2%	-12.0%	-1.0%	23.8%	-0.2%	
Royaume-Uni																
Rendement total (Net)	131.74	124.43	112.77	81.10	89.11	98.87	122.31	142.90	139.66	75.88	105.35	122.54	123.39	140.03	161.67	
%Δ	-5.5%	-9.4%	-28.1%	9.9%	11.0%	23.7%	16.8%	-2.3%	-45.7%	38.8%	16.3%	0.7%	13.5%	15.5%	1.5%	
%Δ IPCH	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	2.0%	2.3%	2.3%	3.6%	2.1%	3.3%	4.5%	2.8%	2.5%	2.3%	
Rendement réel	-6.4%	-10.4%	-29.0%	8.4%	9.5%	21.2%	14.2%	-4.5%	-47.6%	36.0%	12.6%	-3.6%	10.3%	12.6%	-0.8%	

* L'indice MSCI Europe NR se compose des indices des 15 marchés développés suivants : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni.

Source: MSCI, Eurostat, IODS Research

Tableau 9. Rendements des marchés des emprunts d'État

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Moy. Ann.
Zone euro															
Rendement annuel	7.1%	5.9%	9.7%	4.0%	7.6%	5.3%	-0.2%	1.7%	9.4%	4.3%	1.3%	3.4%	10.9%	2.2%	5.1%
IPCH	2.1%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%	3.3%	0.3%	1.6%	2.7%	2.5%	1.3%	2.1%
Rendement réel	4.9%	3.4%	7.3%	1.9%	5.4%	3.1%	-2.4%	-0.5%	5.9%	4.0%	-0.4%	0.7%	8.3%	0.9%	3.0%
Rendement annuel	7.3%	6.3%	10.5%	4.3%	7.5%	5.0%	-0.2%	1.4%	9.4%	5.1%	2.0%	4.1%	16.3%	-0.5%	5.5%
IPCH	2.7%	2.4%	1.6%	1.5%	1.9%	2.5%	2.3%	1.8%	4.5%	0.0%	2.3%	3.4%	2.6%	1.2%	2.2%
Rendement réel	4.5%	3.8%	8.8%	2.8%	5.5%	2.4%	-2.5%	-0.4%	4.7%	5.1%	-0.3%	0.7%	13.3%	-1.6%	3.3%
Belgique															
Rendement annuel	7.2%	5.4%	9.6%	3.9%	7.4%	5.3%	-0.3%	1.5%	11.9%	2.9%	5.4%	4.5%	10.1%	-0.5%	5.3%
IPCH	1.8%	1.8%	1.9%	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.6%	3.2%	0.1%	1.7%	2.3%	2.2%	1.0%	1.9%
Rendement réel	5.3%	3.6%	7.5%	1.7%	4.9%	3.4%	-2.1%	-0.1%	8.4%	2.8%	3.6%	2.2%	7.7%	-1.5%	3.3%
France															
Rendement annuel	7.3%	5.2%	9.3%	3.8%	7.4%	5.2%	-0.2%	1.8%	12.4%	1.8%	6.3%	9.7%	4.6%	-2.3%	5.1%
IPCH	1.4%	1.8%	1.4%	1.0%	1.8%	1.9%	1.8%	2.3%	2.8%	0.2%	1.1%	2.5%	2.2%	1.6%	1.7%
Rendement réel	5.8%	3.3%	7.9%	2.7%	5.5%	3.2%	-1.9%	-0.4%	9.4%	1.6%	5.1%	7.0%	2.4%	-3.8%	3.4%
Italie															
Rendement annuel	6.8%	6.7%	9.5%	3.9%	8.3%	5.8%	-0.4%	1.5%	5.9%	8.1%	-0.7%	-5.5%	20.8%	7.2%	5.4%
IPCH	2.5%	2.4%	2.6%	2.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	3.5%	0.7%	1.7%	2.9%	3.3%	1.3%	2.3%
Rendement réel	4.1%	4.2%	6.6%	1.1%	6.0%	3.4%	-2.5%	-0.6%	2.3%	7.3%	-2.3%	-8.2%	16.9%	5.9%	3.0%
Espagne															
Rendement annuel	7.1%	6.2%	10.3%	4.2%	7.8%	5.7%	-0.5%	1.6%	9.1%	3.8%	-4.4%	7.3%	5.5%	11.0%	5.3%
IPCH	3.5%	2.8%	3.6%	3.1%	3.1%	3.4%	3.6%	2.8%	4.1%	-0.2%	2.0%	3.1%	2.4%	1.5%	2.8%
Rendement réel	3.5%	3.3%	6.5%	1.0%	4.6%	2.2%	-3.9%	-1.2%	4.7%	4.1%	-6.3%	4.1%	3.0%	9.3%	2.4%
Royaume-Uni															
Rendement annuel	8.9%	3.2%	9.1%	2.3%	6.3%	8.2%	0.6%	5.3%	12.9%	-1.2%	7.5%	16.6%	2.9%	-4.2%	5.5%
IPCH	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	2.0%	2.3%	2.3%	3.6%	2.1%	3.3%	4.5%	2.8%	2.5%	2.3%
Rendement réel	8.0%	2.0%	7.8%	0.9%	4.9%	6.0%	-1.7%	2.8%	9.0%	-3.2%	4.0%	11.6%	0.1%	-6.6%	3.1%

Sources: Barclays, Eurostat





Gestionnaire de portefeuille / Compétence du conseiller

L'étude initiale de *Better Finance* a mis en lumière que dans presque toutes les catégories de fonds d'investissement, une majorité de fonds ont réalisé une performance inférieure à celle de leurs indices de référence.

En examinant l'évolution depuis la publication de notre étude précédente, nous avons calculé les rendements des fonds d'actions et des fonds obligataires en 2011, 2012, sur une période de 3 ans (2009-2012) et sur une période de 10 ans (2002-2012). Nous avons comparé ces rendements à un large indice d'actions européennes, le *STOXX Europe TMI*. Nous constatons que la part des fonds d'actions qui ont surperformé cet indice européen a essuyé un recul spectaculaire en 2012 (30%) par rapport à 2011 (74%). Nul ne peut conclure que la compétence des gestionnaires de portefeuilles se soit effondrée en une seule année! En effet, la plupart des fonds d'actions ne sont pas investis uniquement en actions. En 2011, le marché était baissier, alors qu'il était haussier en 2012. Les fonds n'ont pas absorbé toute la performance du marché en raison de la composition mixte de la plupart des fonds d'actions. Toutefois, en s'appuyant sur le même argument, le fait que 26% des fonds aient sous-performé leur indice soulève des questions.

Table 10. Battre le «benchmark» – fonds d'actions européennes*

Benchmark	1 an (2013)	3 ans (2011-2013)	10 ans (2004-2013)
Stoxx TMI (rendement net)	44%	30%	41%
Stoxx Global 1800 (rendement net)	44%	23%	48%

Source : Lipper FMI, Stoxx, Better Finance Research

* Fonds gérés activement; seuls les fonds actifs pendant toute la période ont été utilisés

Table 11. Battre le «benchmark» – fond d'obligations européennes*

Benchmark	1 an (2013)	3 ans (2011-2013)	10 ans (2004-2013)
Barclays Pan-European Aggregate TR	48%	24%	27%
Barclays Global Aggregate TR	72%	62%	26%

Source : Lipper FMI, Barclays, Better Finance Research

* Fonds gérés activement; seuls les fonds actifs pendant toute la période ont été utilisés

Frais d'investissement

L'étude de 2012 n'a pas abouti à des constatations très différentes de celles de l'étude initiale menée par *Better Finance* sur l'opacité et le poids des frais. Les frais sont souvent très complexes et loin d'être harmonisés entre les divers fournisseurs de prestations de retraite. En général, ils sont plus élevés sur les produits de pension individuels que sur les fonds de pension professionnelle car les employeurs sont mieux à même que les individus de négocier avec les fournisseurs de prestations de retraite concurrents.

Face à cette complexité, certains fournisseurs de prestations de retraite – par exemple certains mécanismes d'auto-affiliation au Royaume-Uni – ont instauré des frais fixes par membre, mais cela pénalise les travailleurs à bas salaires. Un récent rapport du Bureau britannique de la concurrence a mis en lumière le manque de transparence et de comparabilité des frais réclamés aux affiliés à des fonds de pension au R.-U. : divers frais s'ajoutent aux frais de gestion annuels sur lesquels les fournisseurs de fonds de pension basent généralement la publicité pour leurs services. L'étude a en outre constaté une très grande dispersion des frais, en fonction, entre autres, du type (les régimes individuels sont plus lourdement grevés de frais que les régimes de retraite professionnelle) et de la taille de ces fonds. Le Département britannique du travail et des retraites prépare actuellement un projet de nouvelle réglementation en vue d'imposer un plafond de 1% ou de 0,75% pour les frais de gestion annuels.

Taxation

Le modèle général appliqué aux produits de pension est généralement la taxation différée : les cotisations sont déduites du revenu imposable et les pensions sont taxées dans le cadre de l'impôt sur le revenu ou à un taux généralement plus favorable. Toutefois, la Pologne applique la règle inverse : les cotisations sont payées à partir du revenu imposable tandis que les pensions sont exonérées d'impôts.

En général, l'épargnant peut demander la liquidation au moins partielle du capital accumulé, en un montant global, souvent non taxable. Nos calculs des rendements nets après taxation reposent sur le cas le plus favorable, à savoir l'hypothèse où l'épargnant demande la liquidation du montant global maximum possible.





Les produits d'épargne utilisés comme préparation à la retraite mais qui ne sont pas *stricto sensu* des produits de pension pourraient bénéficier d'un traitement fiscal favorable. C'est le cas des assurances vie en France, mais des hausses successives du taux des « prélèvements sociaux » sur le revenu nominal tendent à réduire les rendements de ces investissements.

Tableau 12. Aperçu des principales règles de taxation appliquées dans les Profils nationaux	
Allemagne	<ul style="list-style-type: none"> • Actuellement : phase de transition vers la taxation différée ; • Les cotisations sont déductibles pour les produits de pension sponsorisés jusqu'aux plafonds prescrits ; • Pas de taxation durant la phase d'accumulation de capital ; • Taxation au taux d'imposition du revenu des personnes physiques en phase de versement pour les produits de pension sponsorisés.
Belgique	<ul style="list-style-type: none"> • Max. 30% des cotisations sont déductibles du revenu imposable ; • Pas de taxation durant la phase d'accumulation de capital ; • 2^e pilier : Taxation en phase de versement selon l'origine des cotisations (travailleur : 10%, employeur : 16,5%) + 7% d'impôts locaux ; • 3^e pilier : Taxation en phase de versement au taux de 10% à l'âge de 60 ans + 7% d'impôts locaux
Danemark	<ul style="list-style-type: none"> • Cotisations généralement déductibles du revenu imposable (à l'exception des cotisations forfaitaires) ; • Les intérêts, dividendes, plus-values et pertes sont taxés au taux de 15,3% durant la phase d'accumulation du capital ; • Taxation au taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques en phase de versement (les versements de sommes globales sont exonérés).
Espagne	<ul style="list-style-type: none"> • Les cotisations sont déductibles jusqu'à certains plafonds. • Pas de taxation durant la phase d'accumulation de capital ; • Les versements sont taxés différemment selon qu'ils prennent la forme de rentes périodiques ou d'un capital versé en une fois.
France	<ul style="list-style-type: none"> • Régimes d'imposition complexes ; • Les cotisations à certains plans de retraite CD (PERCO et PERP) sont déductibles du revenu imposable mais pas de déductibilité générale des prélèvements sociaux. Pas de déductibilité pour les contrats d'assurance vie ; • Taxation en phase de retraite (parfois avec des abattements fiscaux).
Italie	<ul style="list-style-type: none"> • Les cotisations sont déductibles jusqu'à certains plafonds ; • Les sommes accumulées sont taxées à 11% en phase d'accumulation de capital ; • La taxation en phase de versement varie de 9 à 15%.
Pologne	<ul style="list-style-type: none"> • Les cotisations aux programmes de pension des travailleurs (PPE) et aux comptes de retraite individuels (IKE) doivent être faites à partir du revenu taxé ; les comptes d'épargne-pension individuels (IKZE) sont déductibles jusqu'à certains plafonds. • Les PPE et IKZE ne sont pas soumis à l'impôt en phase d'accumulation et des exonérations s'appliquent aux gains en capital sur les IKE ; • Les PPE et les IKE ne sont pas taxés en phase de retraite; les IKZE sont soumis à un impôt forfaitaire réduit sur le revenu de 10%.
Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> • Déductibilité et abattements fiscaux sur les cotisations ; • Pas de taxation durant la phase d'accumulation de capital ; • Les versements sont taxés comme revenus ; le Royaume-Uni applique pour le moment trois taux marginaux.





Conclusion

Tableau 13. Rendements annuels réels des produits d'épargne retraite

Allemagne	<i>Pensionskassen</i> et Fonds de pension, 2002-2012 : +1,87% <i>Riester</i> et Assurance pension <i>Rürup</i> , 2005-2013 : +1,3% Assurance pension individuelle, 2000-2013 : +2,2%
Belgique	<u>Fonds de pension (IRP¹⁶)</u> , 2000-2013 : -0,1% « Assurance Groupe » (Branche 21), 2002-2012 : + 1,24% Fonds d'épargne-pension, 2000-2013 : +0,6% Assurance vie, capital garanti, 2002-2012 : +1,17% Assurance vie, en unités de compte, 2005-2012 : +0,3%
Danemark	Fonds de pension, 2002-2012 : +4,79%*
Espagne	<u>Assurance vie en unités de compte</u> , 2000-2013 : -1,17%
France	Assurance vie, capital garanti, 2000-2013 : +1,3% <u>Assurance vie, en unités de compte</u> , 2000-2013 : -1,1% <u>Epargne retraite fonctionnaires</u> , 2002-2013 : -1,2% Régimes d'entreprise, 2000-2013 : +0,2%
Italie	Fonds de pension de type sicaf, 2000-2013 : +0,12% <u>FCP</u> , 2003-2012 : -1,10% PIP I, 2008-2012: +0,63% <u>PIP II</u> , 2008-2012: -3,31%
Pologne	Fonds de pension des salariés, 2002-2013 : +4,74%*
Royaume-Uni	<u>Fonds de pension</u> , 2000-2012 : -0,7%
*Avant taxation	
Source : IODS Research, Better Finance Research	

L'actualisation de l'étude initiale réalisée par *Better Finance* met en évidence une amélioration des rendements réels de l'épargne en prévision de la retraite sur la période de dix ans 2003-2012 par rapport à la période 2002-2011, dans le contexte de marchés boursiers haussiers et d'une baisse des taux d'inflation. Nous avons aussi tenté d'étendre les calculs à une période plus longue, de 2000 à 2013, lorsque les données étaient disponibles. Comme les marchés boursiers avaient atteint un record historique au début de cette période, les performances estimées s'en trouvent aggravées. Après déduction de l'inflation, des frais et des taxes, les rendements étaient négatifs pour les fonds de pension professionnelle belges, pour les contrats d'assurance vie français et espagnols libellés en unités de compte et pour les fonds de pension du Royaume-Uni.

¹⁶ Fonds de pension professionnelle selon la définition et la portée de la directive européenne sur les institutions de retraite professionnelle (IRP).

En France, l'amélioration des rendements en 2012 et 2013 a été largement compensée par une hausse des taxes sur les assurances vie.

Parmi les nouveaux pays couverts par la présente étude, l'Italie et le Royaume-Uni sont des exemples opposés en termes d'options de politique choisies par les gouvernements pour résoudre les déséquilibres des régimes de retraite. En Italie, une réforme ambitieuse a été mise en œuvre par la ministre Elsa Fornero sous le gouvernement Monti, afin de garantir le système public par répartition malgré des tendances démographiques très défavorables. En conséquence, les mauvais rendements des plans individuels de retraite auront un impact limité sur les taux de remplacement des revenus des retraités.

Par contre, les pensions au R.-U. sont beaucoup plus tributaires de régimes par capitalisation. Le gouvernement a mis en œuvre une « auto-affiliation » pour étendre les prestations des fonds de pension à la plupart des travailleurs. Ici, les rendements négatifs des fonds de pension après déduction des frais, de l'inflation et des taxes ont mené les pouvoirs publics à prendre des mesures afin d'améliorer la transparence et de limiter les frais réclamés par les fournisseurs de prestations de retraite.

Tout comme en Italie, les tendances démographiques en Allemagne sont très défavorables et le gouvernement a mené plusieurs réformes pour promouvoir des mécanismes d'épargne retraite privée. Depuis 2002, les travailleurs ont le droit de recevoir une partie de leur rémunération sous la forme de cotisations à un régime de retraite, sous un mécanisme de rémunération différée, et d'importants subsides et incitants fiscaux ont favorisé les plans individuels de retraite (pensions *Riester* et *Rürup*). Un rendement réel moyen net de 2,2% a été réalisé par les fonds de retraite professionnelle sur la période de 11 ans allant de 2002 à 2012 et d'1,3% sur les plans de retraite individuels subsidiés sur 9 ans. Il convient toutefois de mentionner qu'au-delà des rendements sur les investissements, la détermination défavorable de la rente versée en fonction d'un capital déterminé a été remise en cause dans le débat public.

En Espagne, la promotion de régimes de retraite professionnelle et de plans de retraite individuels est un phénomène récent. Les prestations de plans de retraite individuels et de fonds de pension sont taxées selon la formule favorable EET mais les informations données aux individus sont largement insuffisantes. La période de 14 ans livre un rendement réel négatif significatif de -1,2%.





Enfin, seule une petite minorité de Polonais participent à des régimes de prévoyance d'entreprise et à des plans de retraite individuels parce que ceux-ci sont de création récente. Ceux qui ont participé à des fonds de pension d'entreprise ont bénéficié d'un taux de rendement annuel réel très substantiel de près de 4,7%. Toutefois, la politique d'information des fournisseurs de prestations de retraite est loin d'être satisfaisante, surtout dans la mesure où il n'y a aucune garantie : un ralentissement du marché aurait de graves répercussions sur les avoirs des participants aux fonds de pension et ce risque, peu en sont conscients. Des rendements similaires sur les fonds de pension ont pu être observés au Danemark, avec 4,8% en moyenne sur la période de 11 ans allant de 2002 à 2012. Toutefois, ces deux rendements réels sont calculés avant taxation.

Recommandations

Sur la base des résultats de cette recherche, nous recommandons les 10 mesures de politique suivantes pour résoudre d'urgence ce problème d'insuffisance des performances de l'épargne retraite :

1. Améliorer et harmoniser l'information sur tous les produits d'épargne à long terme et d'épargne retraite ;
 - "PRIIP": la proposition de règlement européen sur un Document d'information clé pour l'investisseur (DICI) doit être étendue à tous les produits d'investissement et de pension à long terme pour les particuliers ou il faudrait à tout le moins exiger un résumé des informations sur les produits d'épargne retraite qui soit le plus similaire possible à ce DICI;
 - L'information sur tous les frais et commissions et sur les rendements historiques sur une longue durée doit être fournie :
 - après inflation ;
 - après toutes charges supportées directement ou indirectement par l'investisseur ;
 - après toutes taxes (comme exigé aux États-Unis pour les fonds d'investissement).

- Information sur le taux de couverture (actif/passif)
 - Information sur les possibilités de transfert/sortie
2. Conformément à l'article 9, alinéa 1, du règlement sur les AES¹⁷, l'EIOPA devrait réellement rapporter sur les tendances de l'épargne retraite, y compris sur la performance réelle de tous les produits de pension car on ne peut gérer ou surveiller que ce qu'on peut mesurer. Il est en effet très surprenant que la performance nette réelle des produits d'épargne retraite ne soit pas connue, ni des clients ni des autorités de surveillance.
3. Concevoir un instrument d'épargne retraite simple :
- qui protège le pouvoir d'achat de l'épargne à long terme (pourrait être utilisé comme option par défaut dans d'autres produits d'épargne retraite) et soit :
 - facile d'accès, sans nécessité de conseils ni de commissions y afférentes ;
 - supervisé par des organismes publics.
- Un régime de retraite individuel paneuropéen serait vraiment bien accueilli par les épargnants de l'UE s'il répondait à ces conditions et s'il n'était pas défavorisé sur le plan fiscal.
4. Simplifier et normaliser la gamme d'offres de produits ; interdire les fonds ne relevant pas de la réglementation sur les OPCVM (FIA¹⁸) dans tous les produits de pension et d'épargne à long terme « packagés » proposés aux particuliers (hormis pour les investisseurs qualifiés qui peuvent accéder à des produits « packagés » avec le choix des unités d'investissement) et trouver des moyens de rationaliser fortement le nombre excessif d'OPCVM offerts dans l'UE (environ 35.000 contre 9.000 aux États-Unis, alors que le marché de l'UE est plus petit).

¹⁷ « L'autorité assume un rôle prépondérant dans la promotion de la transparence, de la simplicité et de l'équité sur le marché des produits ou des services financiers sur l'ensemble du marché intérieur, notamment en : (a) recueillant, analysant et rapportant les tendances de consommation »

¹⁸ FIA signifie Fonds d'investissement alternatifs. Ils sont soumis à moins de règles de protection des investisseurs que les OPCVM mais les FIA sont jusqu'à présent très utilisés par les fournisseurs de prestations d'épargne retraite.





5. Mettre sur pied des marchés de rentes aux particuliers transparents, concurrentiels et faciles à utiliser (normalisés) dans toute l'UE et donner aux épargnants plus de liberté de choisir entre les rentes et les retraits en capital lorsqu'ils atteignent l'âge de la retraite et après leur départ à la retraite.
6. Pour ceux qui souscrivent individuellement à des produits de pension collectifs, améliorer la gouvernance des régimes collectifs en imposant qu'au moins la moitié de l'organe de surveillance du régime de pension soit désigné directement par les participants au régime de pension.
7. Mettre définitivement un terme aux conseils biaisés au niveau du point de vente et garantir des conseils judicieux sur les placements à long terme, y compris en retournant aux principes de base pour expliquer quels sont les éléments constitutifs des produits d'épargne à long terme, à savoir les actions et les obligations.
8. Garantir un traitement spécial par la régulation prudentielle de tous les produits d'épargne retraite (soumis ou non à la réglementation sur les assurances) : la longue durée des éléments de passif permet une plus forte exposition du portefeuille à des investissements à long terme tels que des actions.
9. Appliquer un régime fiscal qui favorise l'épargne et l'investissement à long terme en vue de la retraite plutôt que la consommation et l'épargne à court terme ou, à tout le moins, ne pas pénaliser ce type de comportement vertueux.
10. Les mathématiques financières de base devraient être intégrées dans les cursus scolaires, car il s'agit d'un outil crucial pour sélectionner des produits d'investissement adaptés à l'épargne en vue de la retraite.

Épargne Retraite: Performances réelles

Edition 2014

Étude de cas : France (actualisation)

Introduction

En 2013, la valeur des avoirs financiers détenus par les ménages français a augmenté de 5,0%. Ce sont les placements directs en titres et en fonds d'investissement qui ont le plus augmenté en raison de la hausse du cours des actions. Toutefois, il faut savoir que les actions mentionnées dans les comptes nationaux sont principalement des actions non cotées, telles que des participations dans de petites ou très petites entreprises familiales. Les dépôts bancaires et les contrats d'assurance vie représentent encore les deux plus grands blocs de produits d'épargne financière dans les portefeuilles des ménages français. Enfin, il convient de noter que les produits de pension purs enregistrés dans les comptes nationaux ne constituent encore qu'une très petite part des avoirs financiers détenus par les ménages français : le total des encours sur les contrats d'assurance vie a augmenté de 5,1% en 2013, passant de 1.308 milliards d'euros à 1.358 milliards d'euros, tandis que les contrats de rentes différées¹⁹ ont enregistré une hausse de 7% pour passer de 168 milliards € à 180 milliards €.

¹⁹ Les contrats de rente différées incluent les plans d'épargne retraite personnels (PERP), les produits de pension pour les indépendants (« contrats Madelin ») ou les agriculteurs, les plans de pension collectifs sectoriels (Préfon pour les fonctionnaires, CRH pour les personnels hospitaliers), et les plans de pension d'entreprise, soit à prestations définies (« article 39 ») ou à cotisations définies (« Article 83 » et PERCO).





Tableau 14. Avoirs financiers des ménages français à la fin de 2013

	% de l'épargne financière totale	2013/2012
Dépôts bancaires et en devises	32,0%	2,2%
Fonds d'investissement	7,2%	4,5%
Assurances vie	34,8%	3,8%
Fonds de pension	4,6%	7,1%
Investissements directs (détention directe d'obligations et d'actions)	21,4%	11,2%
Total	100,0%	5,0%

Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers

Instrument de retraite

Contrats d'assurance vie (individuels)

En 2012 et 2013, les provisions mathématiques liées aux contrats libellés en unités de compte ont augmenté plus que celles des « contrats en euros » (avec garantie de capital) et leur part du total des provisions mathématiques a légèrement augmenté pour passer de 15% à 17%. Cet accroissement est dû uniquement aux plus-values en 2012 et à la fois aux plus-values et aux collectes nettes (cotisations moins prestations versées) en 2013. En 2012, les contrats libellés en unités de compte ne représentaient pas plus de 14% des collectes nettes des contrats d'assurance vie, contre 24% en 2011. Mais en 2013, ils pesaient pour 34% dans les collectes nettes des assurances vie en France.

Tableau 15. Provisions mathématiques

	2011	2012	2012/2011	2013	2013/2012
Contrats avec capital garanti	1.133	1.160	2,40%	1.203	3,70%
Contrats libellés en unités de compte	201	218	8,30%	241	10,60%
Tous les contrats	1.334	1.378	3,30%	1.444	4,80%

Source : FFSA

Contrats à rentes différées

Plan d'épargne retraite populaire (PERP²⁰)

Grâce aux cotisations plus élevées et au peu de prestations encore versé²¹, les réserves mathématiques des PERP ont augmenté de 7,5 milliards € en 2011 à 8,8

²⁰ « Plan d'épargne retraite populaire ».

²¹ Le cadre juridique des PERP a été créé en 2003.

milliards € en 2012 (+18,3%) et 10,4 milliards € en 2013 (+18,2%). Toutefois, la part des PERP dans l'épargne totale des ménages français reste très modeste.

Le nombre de souscripteurs a légèrement augmenté en 2012 (2,2 millions de plans, +1,5%) et en 2013 (+2%, soit 85.000 nouveaux contrats PERP).

« Contrats Madelin » souscrits par les indépendants

Les provisions mathématiques liées aux « *contrats Madelin* » ont augmenté de 12,6% en 2012, passant de 21,1 milliards € à 23,8 milliards €. On dénombrait 1.081 millions de contrats en cours à la fin de 2012 (+7,3%). Les « *contrats Madelin* » sont largement utilisés par les indépendants parce que ce système par répartition moins généreux que celui des salariés implique des cotisations moins élevées.

« Contrats Madelin agricoles »

Les réserves techniques des « *contrats Madelin agricoles* » ont augmenté de 8,9% en 2012, passant de 3,7 milliards € à 4,1 milliards €. 303 000 agriculteurs avaient un contrat en cours à la fin de 2012.

Plans individuels à rentes différées

Préfon, un plan à rentes différées ouvert à tous les fonctionnaires et assimilés actuels et aux anciens fonctionnaires et à leurs conjoints, comptait 384 000 participants à la fin de 2012. Ses actifs sous gestion atteignaient 12,3 milliards € (valeur de marché) à la fin de 2012.

COREM, un plan de rentes différées souscrit principalement par des fonctionnaires, comptait 400 000 participants à la fin de 2013. Ses actifs sous gestion sont passés de 7,7 milliards € à la fin de 2012 à 8,0 milliards € (valeur de marché) à la fin de 2013²².

CRH (Complémentaire Retraite des Hospitaliers), un plan à rentes différées ouvert à tous les fonctionnaires du secteur de la santé et à leurs conjoints, compte 358 000 participants. Ses réserves techniques s'élèvent à 2,83 milliards €. Il est très difficile de trouver des informations plus précises sur leur site Internet.

²² Participants et actifs combinés de Corem et « R1 », un régime de retraite fermé lié au Corem.





Rentes collectives différées

Les régimes à cotisations définies dits « Article 83 » : les avoirs en gestion ont diminué de 8%, passant de 47,3 milliards € à la fin de 2011 à 43,7 milliards € à la fin de 2012, dans le contexte d'une hausse massive de la fiscalité sur les cotisations patronales à ces régimes (voir ci-dessous la section sur la fiscalité).

Les régimes à prestations définies dits « Article 39 » : les avoirs en gestion ont augmenté de 15%, passant de 31,3 milliards € à la fin de 2011 à 35,9 milliards € à la fin de 2012.

Plans d'épargne d'entreprise à long terme

Les avoirs totaux placés dans le Plan d'Épargne Entreprise (PEE) ont continué à croître en 2012, passant de 85,3 milliards € à 94,6 milliards € à la fin de 2012 (+11%) et à 104,4 milliards € à la fin de 2013 (+10%). Le nombre d'adhérents à ces plans est stable (plus de 11 millions) mais la cotisation moyenne a augmenté et ces plans ont bénéficié de tendances favorables du marché.

Le Plan d'Épargne Retraite Collectif (PERCO) reste moins développé que les autres plans de retraite car il a été lancé en 2003, mais il poursuit une croissance rapide. L'encours en gestion s'élevait à 6,7 milliards € à la fin de 2012 (+34% par rapport à 2011) et à 8,6 milliards à la fin de 2013 (une croissance annuelle de +23%). 177 000 entreprises proposent ce type de plan à leurs salariés.

Frais

L'épargne financière des ménages français a connu un ralentissement en 2012 et la concurrence pour attirer des flux d'investissements de particuliers s'est intensifiée. Les compagnies d'assurance ont légèrement réduit leurs frais de souscription sur les contrats d'assurance vie. Nous estimons que les frais d'entrée moyens avoisinaient les 2,3% en 2012.

Les pressions concurrentielles ont en outre limité les frais de gestion annuels réclamés par les compagnies d'assurance. Les contrats libellés en unités de compte

cumulent les frais des unités de compte (fonds d'investissement) et ceux du contrat (ces derniers représentant à eux seuls 0,85% en moyenne par an sur les encours).

Taxation

Depuis août 2012, la fiscalité sur les cotisations patronales aux plans d'épargne entreprise (PEE et PERCO) et aux plans à cotisation déterminées (« articles 83 ») est passée de 8% à 20%.

Bien que la fiscalité spécifique aux contrats d'assurance vie soit restée inchangée en 2012, l'augmentation générale de la fiscalité sur l'épargne a aussi eu des répercussions sur les assurances vie.

La loi du 29 février 2012 a fait passer le taux de « prélèvements sociaux » de 13,5% à 15,5%. Ce nouveau taux s'applique, depuis le 1^{er} janvier 2012, aux revenus du patrimoine et aux revenus de capitaux mobiliers et, depuis le 1^{er} juillet 2012, aux revenus de placements (intérêts, dividendes, plus-values immobilières). Ainsi, le taux d'imposition minimum sur les revenus d'assurances vie est maintenant de 23% (7,5% d'impôt sur le revenu + 15,5% de prélèvements sociaux).

La loi du 16 août 2012 a instauré une contribution additionnelle exceptionnelle sur la fortune, applicable aux personnes détenant plus de 1,3 million €.

Un rapport sur la fiscalité de l'épargne a été commandé par le ministre des finances à deux parlementaires (le rapport Berger-Lefèbvre). Ce rapport n'a toutefois pas recommandé de modification importante des règles de taxation. La seule innovation a été la création d'un nouveau type de contrat d'assurance vie, dit « Eurocroissance », contrat qui ne garantit pas le capital investi en cas de rachat dans les 8 années suivant la souscription. Ce nouveau type de contrat est censé inciter les épargnants à accepter plus de risques à court terme pour obtenir un meilleur rendement à long terme, par exemple en investissant plus sur le marché des actions.

Rendements de l'épargne retraite

Contrats d'assurance vie à capital garanti





En 2012, les rendements réels des contrats d'assurance vie à capital garanti ont retrouvé leurs niveaux de 2010 et ont presque doublé en 2013. En termes nets, ces rendements restent faibles (1,3%), surtout lorsque l'on tient compte du fait qu'il s'agit d'investissements à long terme : selon les dernières données disponibles tirées de l'enquête de l'INSEE sur le patrimoine des ménages, les contrats d'assurance vie en cours étaient en moyenne ouverts depuis 10 ans et 32% l'étaient depuis plus de 12 ans²³.

Sur une période de 14 ans, les contrats d'assurance vie à capital garanti ont vu leur rendement réel après taxation varier d'une performance maximum de 3,1% en 2001 à une performance négative de -0,3% en 2011.

Tableau 16. Rendements des contrats d'assurance vie français à capital garanti (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rendement déclaré	5,3	5,3	4,8	4,5	4,4	4,2	4,1	4,1	4	3,6	3,4	3	2,9	2,8
Rendement réel avant taxation	3,5	3,8	2,6	2,1	2,0	2,4	2,4	1,3	2,8	2,6	1,4	0,3	1,4	1,9
Rendement réel après taxation	2,8	3,1	1,9	1,5	1,4	1,6	1,6	0,5	2,0	1,8	0,7	<u>-0,3</u>	0,7	1,3

Source : FFSA, Eurostat (indice IPCH), calcul IODS (déduction de la variation de l'indice IPCH des rendements déclarés)

Des facteurs contradictoires ont eu une incidence sur les rendements réels après taxation en 2012 et 2013 :

- Les rendements nominaux ont diminué lentement mais régulièrement, de 10 points de base par an en 2012 et 2013. Cette évolution s'inscrit dans la tendance à la baisse des intérêts payés sur les emprunts d'État émis par les pays du nord de l'Europe. Les compagnies d'assurance sont de moins en moins capables de compenser cette tendance défavorable parce que les règles comptables, la discipline du marché et les règles prudentielles (Directive Solvabilité II) les empêchent de détenir plus d'actions, qui tendent à produire un meilleur rendement à long terme mais sont plus risquées sur le court terme.

²³ Christophe Benne, Alain Peuillet, « L'assurance-vie en 2010 : Une composante majeure du patrimoine des ménages », INSEE Première n° 1361, juillet 2011

- De plus, ces rendements moyens masquent d'importantes différences en fonction du réseau de distribution et de la gouvernance : pour les contrats distribués par les banques, le rendement en 2013 a été de seulement 2,62%, tandis que le rendement de contrats souscrits par des associations indépendantes a été de 3,29%²⁴.
- L'inflation a nettement reculé, passant de 2,7% en 2011 à 1,5% en 2012 et 0,8% en 2013²⁵. En conséquence, pour un rendement nominal donné, l'inflation a moins réduit le rendement réel.
- La fiscalité a augmenté de 200 points de base en raison de la hausse des prélèvements sociaux, passés de 13,5% à 15,5% en 2012.

Tableau 17. Taux d'imposition français nominaux et effectifs sur les rendements d'assurances vie à capital garanti (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inflation	1,7	1,4	2,2	2,4	2,3	1,8	1,7	2,8	1,2	1,0	2,0	2,7	1,5	0,8
Taux d'imposition nominal	13,4	13,4	13,4	13,4	13,7	18,5	18,5	18,5	18,5	19,6	19,6	21,0	23,0	23,0
Taux d'imposition effectif	20,3	18,6	24,9	29,2	29,8	32,4	32,0	60,1	26,6	27,7	48,5	201,4	49,3	33,1

Source : Eurostat (indice IPCH), calcul IODS

Contrats d'assurance vie libellés en unités de compte

Les rendements nominaux ont été poussés à la hausse par l'envol des cours des actions en 2012 et 2013, dans le contexte d'une baisse de l'inflation. Malgré une fiscalité plus lourde, les rendements réels après taxation étaient supérieurs à 7% en 2012 et 2013.

Sur une période de 14 ans, les rendements réels après taxation des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte ont été très volatils. La pire performance a été enregistrée en 2008 (-19,1%) et la meilleure, l'année suivante (10,4% en 2009).

²⁴ Sources : FAIDER, Faits & chiffres. Les associations indépendantes souscrivant des contrats d'assurance vie comprennent l'AGIPI, l'AMAP, l'AMIREP, l'ANCRE, l'ASAC-FAPES et la GAIPARE.

²⁵ Source : Eurostat (IPCH)





Tableau 18. Rendements des contrats d'assurance vie français libellés en unités de compte (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rendement réel avant taxation	-2	-9,5	-15	8,4	6,4	14,4	8,8	1,5	-22	14,4	5,2	-7	11,3	10,7
Rendement réel après taxation	-3,7	-11	-17	5,9	4	12,4	7	-1,3	-23	13,2	3,1	-9,4	9,6	9,8
Rendement déclaré	-3,4	-9,5	-15	4,8	3,1	9,8	5,4	-1,5	-19	10,4	2,1	-8	7	7,3

Source : FFSA, Eurostat (indice IPCH), nos propres calculs (déduction de la variation de l'indice IPCH des rendements déclarés)

Contrats d'assurance vie – rendements sur 14 ans

Pour calculer le rendement réel d'un contrat d'assurance vie souscrit à la fin de 1999 et racheté 14 ans plus tard, il faut soustraire les frais d'entrée payés l'année de souscription, parce que ces frais ne sont pas pris en compte dans les rendements déclarés. Nous estimons que les frais d'entrée en 2000 représentaient 2,76% de l'investissement, à déduire des rendements réels de cette année-là.

Pour cette période d'investissement de 14 ans, l'épargnant recevrait donc un rendement de 19,47% sur des contrats à capital garanti, et un rendement négatif de -14,35% sur des contrats libellés en unités de compte. Sur une base annualisée, les taux de rendement seraient respectivement de 1,28% et de -1,10%. Il convient de noter que même si les contrats libellés en unités de compte sont plus risqués pour les souscripteurs, ils ont offert des rendements nettement inférieurs à ceux des contrats à capital garanti, sans risques. Cependant, la performance des contrats libellés en unités de compte est très sensible à la période de référence.

Tableau 19. Rendements réels de tous les contrats d'assurance vie 2000-2013

(sur la base du poids relatif des deux catégories dans les réserves mathématiques générales)

	Rendement à 14 ans	Rendement annualisé moyen
Contrats à capital garanti	19,47%	1,28%
Contrats libellés en unités de compte	-14,35%	-1,10%
Tous les contrats (moyenne)	9,47%	0,91%

PERP

Il reste impossible de trouver des données de rendement globales sur les PERP. La Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) publie le rendement moyen des contrats d'assurance vie ordinaires à capital garanti et celui des contrats vie libellés en unités de compte (« fonds en euros ») mais pas celui des PERP. Étant donné que les rendements nominaux déclarés des PERP représentaient 54% des encours totaux des PERP à la fin de 2013, le rendement nominal moyen pondéré des PERP à capital garanti (« fonds en euros ») était de 2,47% en 2013, soit nettement inférieur au rendement nominal sur les contrats d'assurance vie ordinaires « fonds en euros », de 2,78%. De plus, ce chiffre ne tient pas compte des frais d'entrée, probablement au moins aussi élevés que pour l'assurance vie (2,76% en moyenne en 2003 pour ces derniers). Une majorité de PERP sont structurés comme des contrats d'assurance vie ordinaires durant la phase d'accumulation : une combinaison de fonds à capital garanti (« fonds en euros ») et d'« unités de compte » représentant des fonds d'investissement. Une minorité de PERP sont structurés en tant que produits à rentes différées, comme les principaux produits d'épargne retraite pour les fonctionnaires (voir section suivante ci-dessous).

Tableau 20. Rendements nominaux moyens des PERP (« fonds en euros »)

Réseau de distribution aux particuliers (banques)	Encours (fin 2013)	2012	2013
BNP Paribas	444,6	3,00%	2,80%
Banques populaires	370,4	2,10%	2,20%
Caisses d'épargne	789,5	2,35%	2,35%
Crédit agricole	2.800	2,40%	2,40%
Crédit mutuel	119	3,00%	3,00%
Banque postale	8	2,40%	2,40%
LCL	400	2,40%	2,40%
Société Générale	700	2,80%	2,80%
Total	5.631,5	2,48%	2,47%
Total des PERP pour tous les réseaux	10.400,00		

Sources : LesEchos.fr, Better Finance, FFSA

Plans à rentes différées pour les fonctionnaires (Préfon, Corem, CRH)

Il s'est avéré difficile d'évaluer les rendements réels des plans à rentes différées, notamment parce que, jusqu'en 2010, ces plans n'étaient pas tenus de déclarer les rendements des investissements. Préfon en est un exemple. À la suite d'une action





des organisations françaises membres de *Better Finance*, une loi de 2010²⁶ en a fait une exigence légale à partir de 2011.

Préfon

Préfon a publié un rendement sur son portefeuille d'investissements pour 2011 mais n'a pas précisé si ce rendement était brut ou net de frais (qui s'élèvent à environ 60 points de base par an); les chiffres étaient probablement bruts. Le rendement comptable était de 3,71% en 2011, mais le rendement comptable ne tient pas compte des fluctuations de la valeur de marché des actifs. Préfon n'a pas publié son rendement en 2012, malgré l'obligation légale susmentionnée, et les chiffres pour 2013 n'étaient pas encore divulgués au moment de la publication de la présente étude (juin 2014). En outre, la majorité des rendements sur investissements sont actuellement affectés à l'augmentation des réserves. Depuis 2010, l'Autorité française de contrôle prudentiel (ACPR) a décidé que ce n'était pas encore suffisant et a forcé les assureurs de Préfon à verser 508 millions € de leurs fonds propres pour aider Préfon à équilibrer son bilan²⁷. De plus, la valeur de l'épargne accumulée par les adhérents n'est pas communiquée à ceux-ci. Il est dès lors impossible de calculer un taux réel de rendement individuellement et pour l'ensemble des adhérents à partir des données actuellement communiquées par ce Plan.

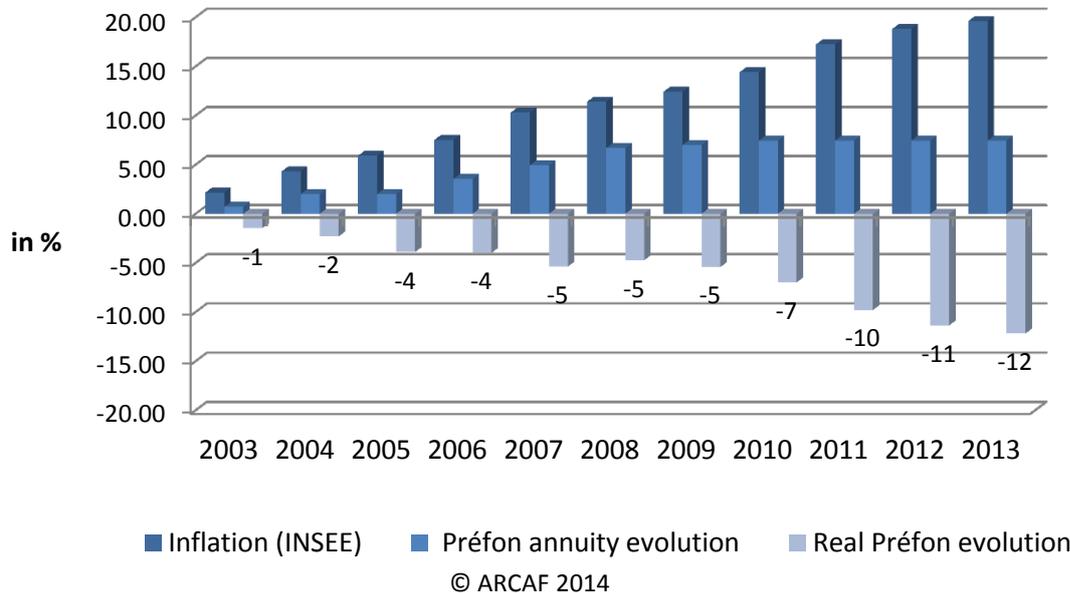
Par ailleurs, pour les produits à rentes différées, il est également difficile de déterminer avec précision dans quelle mesure les rendements sur investissements et autres facteurs, tels que le taux de conversion du capital en rentes, le taux d'escompte et l'évolution des rentes payées, influencent le rendement réel à long terme pour l'épargnant. Un indicateur indirect du rendement est celui qui est calculé et publié par l'Association nationale des fonctionnaires épargnant pour la retraite (ARCAF). Celle-ci recueille depuis plusieurs années le taux annuel des augmentations des rentes avant taxation (voir graphique 1). Depuis 2002, les adhérents à Préfon ont perdu 12% de la valeur réelle de leurs droits à prestations (avant taxation). Cette information clé sur la performance n'est pas divulguée aux nouveaux adhérents²⁸.

²⁶ Loi n° 2010-737 du 1^{er} juillet 2010 - art. 35 (V) modifiant l'Article L441-3 du Code des assurances français.

²⁷ *Les Echos*, 27 décembre 2010. Cette information n'a pas été divulguée par Préfon à ses adhérents.

²⁸ ARCAF www.EpargneRetraite.org 2014

Graphique 1. Valeur réelle des rentes Préfon, évolution cumulée en %



Traduction : "Préfon annuity evolution" -> Évolution des rentes Préfon / "Real Préfon evolution" -> Évolution réelle de Préfon

Source : ARCAF 2014

Il est difficile de calculer l'évolution des rentes Préfon après taxation : en effet, celles-ci sont taxées au taux marginal d'imposition appliqué aux revenus tels que pensions et salaires, alors que les cotisations sont déduites du revenu imposable au titre de l'impôt sur le revenu (mais pas au titre des prélèvements sociaux).

Corem

Corem publie le rendement annuel sur ses investissements mais ne précise pas non plus si ce rendement est brut ou net de frais. Le rendement comptable était de +5,04 % en 2013, soit légèrement en baisse par rapport aux 5,25% de 2012, mais le rendement comptable ne tient pas compte des fluctuations de la valeur vénale des encours. En outre, point plus important, tous les rendements sur investissements sont aussi mis de côté pour augmenter les réserves. Il est dès lors impossible de calculer un taux collectif réel de rendement.

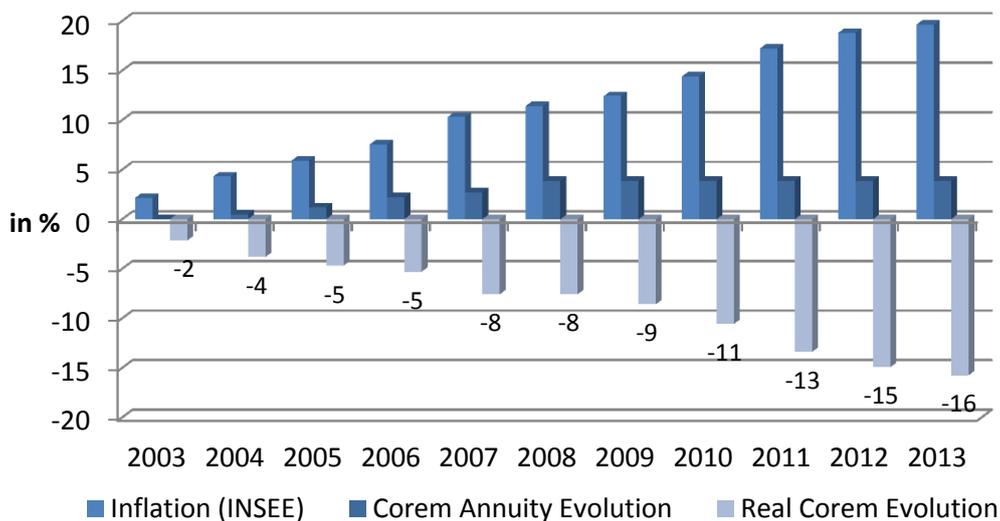
Les mécanismes de rentes différées de Corem sont similaires à ceux de Préfon et génèrent les mêmes difficultés à estimer le rendement réel pour l'épargnant. Dès lors, nous utilisons aussi ici l'indicateur indirect du rendement calculé par l'ARCAF.





Le Corem est en déficit. Le principal outil – non divulgué – de son plan de redressement en place depuis 2002 ne vise pas à augmenter la valeur nominale des rentes versées. En conséquence, les rentes versées par CREF ont perdu 16% de leur valeur réelle avant taxation (pouvoir d'achat) sur les 11 dernières années (voir Graphique 2). Ces chiffres s'entendent avant taxation. Cette information clé sur la performance n'est pas divulguée aux nouveaux adhérents. La situation a peu de chances de s'améliorer rapidement, car Corem a déclaré dans son dernier rapport annuel un manque de réserves de 459 millions € à la fin de 2013, même en utilisant un taux d'escompte de 3%²⁹, supérieur au taux d'escompte maximum autorisé pour d'autres produits de pension en France.

Graphique 2. Valeur réelle des rentes Corem, évolution cumulée en %



© ARCAF 2014

Translation : Corem annuity Evolution" -> Évolution des rentes Corem / "Real Corem evolution" -> Évolution réelle de Corem

Dans l'ensemble, *Better Finance* estime que, sur ces onze dernières années (2002-2013), la perte de pouvoir d'achat des adhérents aux régimes de retraite des fonctionnaires français s'élève à 13,5% (-1,2% par an), sur la base de la taille relative des portefeuilles d'actifs de Préfon et de Corem.

²⁹ Source : UMR – Rapport annuel 2013, page 61.

CRH

CRH ne publie aucun rapport annuel, ni aucune donnée financière. Même ses publications précontractuelles ne divulguent rien sur les performances passées. Vu la restructuration en cours depuis 2008, les rendements réels de ce plan sont probablement faibles et inférieurs à l'inflation.

Plans d'entreprise à cotisations définies

Tableau 21. Épargne d'entreprise en France - Moyenne des rendements des fonds sur 14 ans 2000-2013

Catégorie de fonds (« FCPE »)	Actions *	Actions en euros	Actions internationales	Actions France	Diversifiés	Obligations	Marché monétaire	Tous les fonds
Rendement nominal sur 14 ans	1,0%	3,5%	<u>-1,7%</u>	2,0%	27,5%	60,0%	42,8%	31,6%
Moyenne annuelle	0,1%	0,2%	<u>-0,1%</u>	0,1%	1,7%	3,4%	2,6%	2,0%
Rendement réel sur 14 ans	<u>-21,6%</u>	<u>-19,7%</u>	<u>-23,7%</u>	<u>-20,8%</u>	<u>-1,0%</u>	24,2%	10,9%	2,2%
Moyenne annuelle	<u>-1,7%</u>	<u>-1,6%</u>	<u>-1,9%</u>	<u>-1,6%</u>	<u>-0,1%</u>	1,6%	0,7%	0,2%

Source : AFG/Europerformance, calculs propres / * Hors actions d'entreprise

Nous combinons des informations fournies par Europerformance sur la performance de chaque catégorie de fonds avec des données d'AFG sur leur poids relatif dans les encours totaux³⁰ pour estimer les rendements généraux de l'épargne d'entreprise.

Les rendements des plans d'épargne d'entreprise sur une période de 14 ans allant de la fin 1999 à la fin 2013 ont été faibles : la performance annuelle moyenne réelle de tous les fonds cumulés a été de 0,2%. En effet, les marchés des actions étaient encore à un niveau historique élevé en termes réels à la fin de 1999.

³⁰ Les données publiées par AFG concernent les « FCPE L214-39 ». Ces fonds sont des fonds diversifiés qui ne détiennent pas les actions de l'entreprise concernée (« actions d'entreprise »). Il existe une autre catégorie de fonds d'épargne d'entreprise, les fonds diversifiés « FCPE L214-40 », qui peuvent investir sans limites dans les actions propres de l'entreprise concernée, mais aucune donnée n'est disponible sur les rendements de ces fonds « FCPE L214-40 ». Les encours des « FCPE L214-39 » représentaient 61% de tous les encours des FCPE à la fin de 2012.





Les rendements généraux sont influencés principalement par le très faible rendement des fonds diversifiés (-0,1% de rendement annuel réel en moyenne), ces fonds représentant près d'un tiers des encours totaux des fonds. Les fonds axés sur les marchés monétaires sont la catégorie suivante en termes d'encours : leur performance a été positive au début de la période puis a reculé à partir de 2008 en raison du niveau plancher historique des taux d'intérêts à court terme. Par contre, les fonds d'actions, qui entrent pour environ 15% dans les encours totaux (hors actions de l'entreprise, voir note de bas de page 14), ont souffert de l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000, se sont remis à partir de 2003 puis ont plongé dans le sillage de la crise financière de 2007-2008, pour ensuite repartir à la hausse depuis 2012. Les fonds obligataires (environ 15% des encours) ont affiché un rendement réel annuel moyen de 1,6% pour cette période.

Une des limites de ces calculs est que les indices de performance fournis par Europerformance ne se rapportent qu'aux fonds diversifiés au sein des plans d'épargne d'entreprise. Ils ne tiennent pas compte de la part de l'épargne d'entreprise investie dans des actions de l'entreprise en question (actions d'entreprise), qui représente environ un tiers de tous les plans d'épargne d'entreprise.

Conclusions

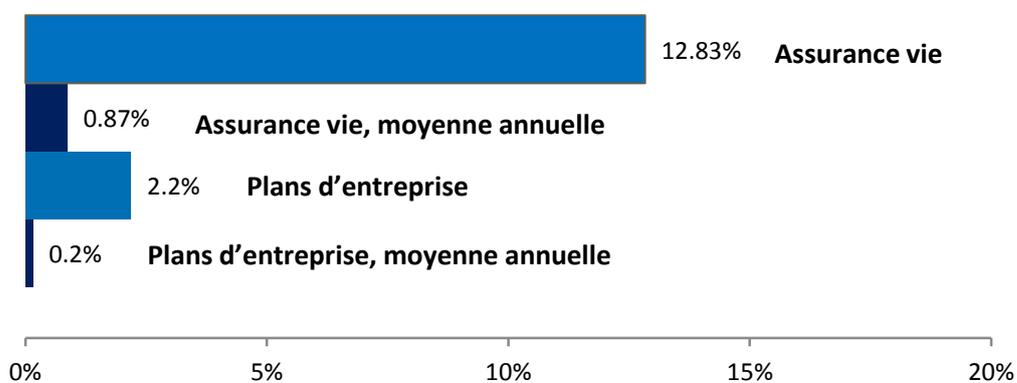
Après une année de rendements réels négatifs avant impôts en 2011, les années suivantes ont été plus favorables pour les investisseurs. Dans le contexte de marchés boursiers haussiers et d'une faible inflation, les contrats d'assurance vie libellés en unités de compte ont signé une performance réelle avant impôts de 9,6% en 2012 et de 9,8% en 2013. Les contrats d'assurance vie à capital garanti (« contrats en euros ») sont restés positifs, mais leurs rendements sont restés assez faibles (1,4% en 2012 et 1,9% en 2013) au vu de leur horizon à long terme.

La performance des contrats à capital garanti est évidemment plus faible lorsque l'on tient compte de la fiscalité. La taxation de l'épargne a augmenté de 200 points de base en 2012, car les « prélèvements sociaux » sont passés de 13,5% à 15,5%. Après impôts, le rendement réel moyen des contrats à capital garanti était de 0,7% en 2012 et 1,3% en 2013. Les contrats libellés en unités de compte ont livré un rendement réel de 7,0% en 2012 et 7,3% en 2013.

Sur une période de 14 ans, soit depuis la fin de 1999 jusqu'à la fin de 2013, les contrats d'assurance vie à capital garanti affichent une performance annuelle positive moyenne de +1,28% en termes réels et les contrats libellés en unités de compte, un rendement annuel négatif de -1,10%.

La performance de l'épargne d'entreprise est aussi très basse pour la période 2000-2013. Nous trouvons une moyenne de +0,2% de rendement annuel réel pour les plans d'épargne d'entreprise sur les 14 dernières années.

Graphique 3. Rendements réels de l'épargne retraite en France





Pour de plus amples informations sur tous les pays repris dans le rapport initial, ainsi que la **bibliographie** et un **glossaire**, veuillez consulter le rapport complet en Anglais sur notre site Internet: www.betterfinance.eu

Impression

Editor and Publisher

Fédération européenne des usagers des services financiers
Rue du Lombard 76
1000 Bruxelles
Belgique
info@betterfinance.eu

Auteurs

Jean Berthon
Didier Davydoff
Laetitia Gabaut
Michael Klages
Guillaume Prache
Mariacristina Rossi
Joanna Rutecka
Klaus Struwe
Juan Manuel Viver

Conseiller scientifique

Ján Šebo

Tous droits réservés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite en totalité ou en partie sans l'autorisation écrite de l'éditeur. Aucune reproduction de quelque partie que ce soit de cette publication peut être reproduite, diffusée, modifiée ou vendue, sous quelque forme ou par quelque moyen électronique, mécanique, photocopie ou autre, sans l'autorisation écrite de l'éditeur.

Copyright 2014 - Better Finance for all





Les activités de BETTER FINANCE sont en partie financées par la Commission européenne. Veuillez prendre note du fait que la Commission européenne n'est pas responsable de l'usage qui pourrait être fait des informations contenues dans cette publication.



Copyright 2014 - BETTER FINANCE for all
Image © Dreamstime