

Flash Economie

2 janvier 2020 - 1

France : Quelle serait la situation des retraités s'ils avaient eu des fonds de pension depuis le début des années 1980 ?

Les retraites en France sont gérées presque entièrement en répartition. Le rendement de la répartition dépend de la croissance.

De 1982 à aujourd'hui, le rendement réel de la répartition a alors été en moyenne de 1.8 % par an.

Si les retraites en France avaient été gérées en capitalisation, l'épargne des Français aurait été placée dans des fonds de pension investis en actions et en obligations. De 1982 à aujourd'hui, le rendement réel (corrigé de l'inflation) d'un portefeuille d'actions a été de 11.4 % par an, celui d'un portefeuille d'obligations de 6.1 % par an.

1 euro de 2019 de cotisation au système de retraite en 1982 en France, correspond donc aujourd'hui à une richesse de retraite, toujours en euros de 2019, de :

- 1.93 euro en répartition ;
- 21.90 euros en capitalisation, en supposant un investissement moitié en obligations, moitié en actions.

Le coût d'avoir eu, depuis 40 ans, seulement de la retraite par répartition en France est donc considérable.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

Rendement de la répartition

Les retraites des Français sont gérées presque entièrement en répartition (Tableau 1).

Tableau 1 : Taille des fonds de pension (en % du PIB valeur, 2018)

Pays	Taille des fonds de pension (en % du PIB valeur)
États-Unis	76.3
Royaume-Uni	104.5
Allemagne	6.7
France	0.7
Suède	4.1
Pays-Bas	171.0

Sources : OCDE, NATIXIS

On peut alors calculer le **rendement de la répartition**.

Si un actif cotise 1 à la répartition, quand il sera retraité il recevra une retraite liée (voir **Encadré**) aux cotisations des futurs actifs, qui sont liées aux salaires, à la taille des générations, donc qui ont augmenté par rapport à sa cotisation comme la masse salariale, c'est-à-dire à long terme comme le PIB.

Encadré : rendement de la répartition

W est le salaire par tête

N le nombre d'actifs (la taille de chaque génération)

À la **date 0**, chaque actif cotise τW_0

À la **date 1**, il est devenu retraité ; sa retraite est : $\frac{\tau W_1 N_1}{N_0}$

Le rendement de la retraite par répartition est donc : $\frac{W_1 N_1}{W_0 N_0}$

WN est la masse salariale, qui évolue à long terme comme le PIB.

Le **rendement réel moyen de la répartition entre 1982 et 2019** est donc la croissance moyenne réelle sur cette période (**graphique 1, Tableau 2**), c'est-à-dire **1.8 % par an**.

Graphique 1
France : PIB volume (GA en %)

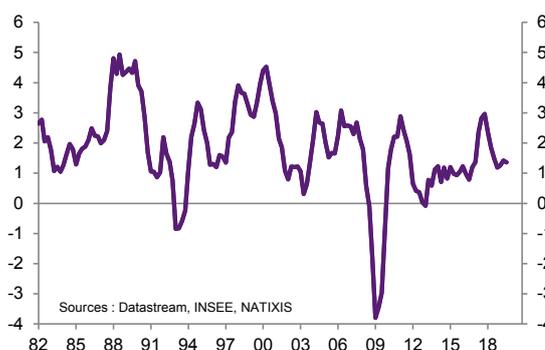


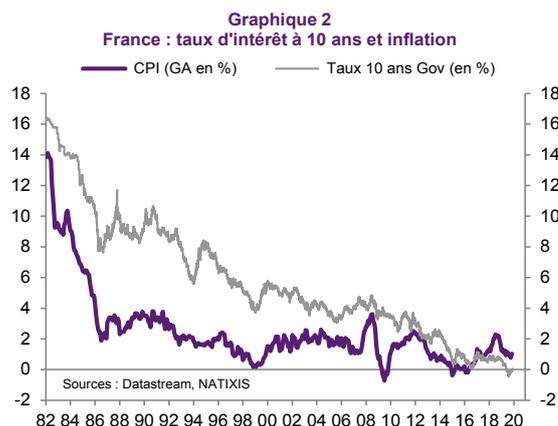
Tableau 2 : France : PIB volume moyen sur 1982-2019 (GA en %)

PIB moyen	1.8
-----------	-----

Sources : DATASTREAM, INSEE, NATIXIS

Rendement de la capitalisation

Nous prenons **1982 comme point de départ de nos calculs**, puisque 1982 est le début de la période de baisse de l'inflation et des taux d'intérêt à long terme (**graphique 2**).



Nous allons calculer le **rendement moyen d'un portefeuille d'obligations et d'un portefeuille d'actions** en France sur la période 1982-2019 (**graphiques 3a/b, Tableau 3**).

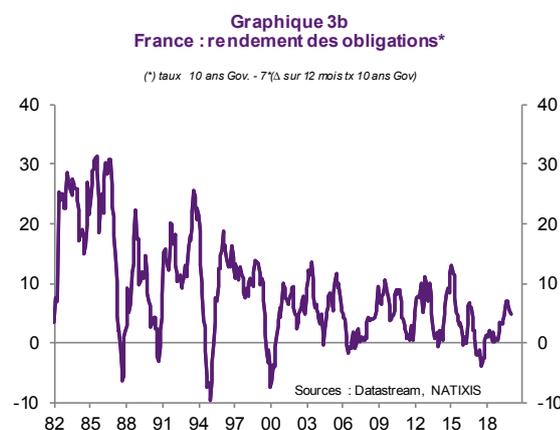
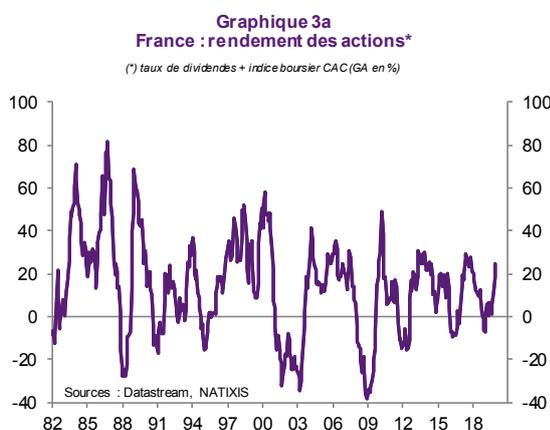


Tableau 3 : France : moyenne sur 1982-2019

Rendement des actions	14.19
Rendements des obligations	8.76
Inflation (CPI)	2.49

Sources : Datastream, NATIXIS

Pour calculer **les rendements réels des actions et des obligations**, il faut soustraire des rendements nominaux la moyenne de l'inflation, soit 2.5 % (**Tableau 3**).

Synthèse : quelle richesse réelle de retraite en répartition et en capitalisation ?

Un euro de 2019 de cotisation retraite investi en 1982 fournit en 2019 une richesse de retraite de :

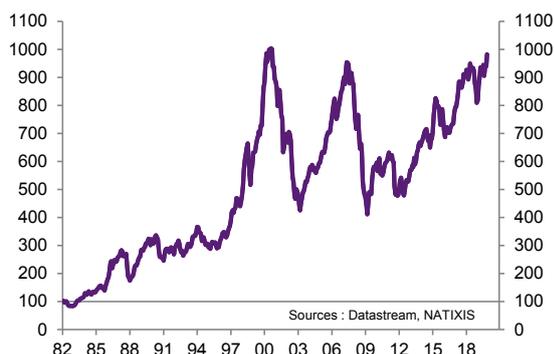
1.9 euro en répartition ;

21.9 euros en capitalisation, avec un fonds de pension investi 50 % en actions et 50 % en obligations.

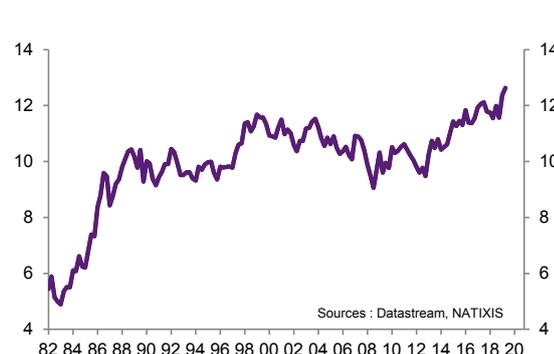
On voit que, de 1982 à 2019, la **rentabilité à long terme de la capitalisation a été nettement supérieure en France à celle de la répartition grâce :**

- à la baisse des taux d'intérêt à long terme (graphique 2) qui a accru le rendement des obligations ;
- à la hausse des cours boursiers (graphique 4), avec la hausse de la profitabilité des entreprises (graphique 5).

Graphique 4
France : ratio indice boursier / inflation
(100 en 1982:1)



Graphique 5
France : profits après taxes et intérêts avant dividendes (en % du PIB valeur)



On voit donc le coût du choix de la répartition sur cette période.