

**La Loi Pacte devrait dynamiser l'épargne individuelle :  
Pourquoi l'offre de produits offerts aux particuliers doit être repensée**

Marie Brière (Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs, Amundi ; Professeur associé à l'Université Paris Dauphine)

Xavier Collot (Directeur Epargne Salariale et Retraite, Amundi ; Président du comité Epargne Salariale et Retraite de l'AFG)

**Contribution pour Revue Banque  
2 Oct 2018**

La loi Pacte en préparation va bouleverser le paysage de l'épargne retraite en France, en offrant plus de flexibilité sur les supports de placement et une harmonisation des règles fiscales et sociales permettant une utilisation plus large des produits existants. Dans un système où la retraite par répartition est dominante mais incertaine, et dans un contexte d'allongement de la durée de vie, assorti d'une augmentation des dépenses de santé et de dépendance, les particuliers ont le plus grand mal à anticiper leurs besoins financiers pour la retraite. Nous faisons le point sur ces besoins, et examinons en quoi les changements réglementaires (loi Pacte en France, introduction du PEPP en Europe) pourraient inciter les français à épargner plus efficacement pour la retraite. Pour que ces réformes soient un succès, elles doivent s'accompagner d'un dispositif d'information et d'éducation financière et de la création de produits mieux adaptés aux besoins spécifiques des particuliers à la retraite.

**Des besoins pour la retraite grandissants, mais souvent mal évalués par les particuliers**

La couverture offerte par le système de retraite par répartition est bien meilleure en France que dans de nombreux autres pays. Mais l'allongement de la durée de vie met le système en difficulté, et les taux de remplacement diminuent tendanciellement, quelle que soit la situation d'emploi ou le secteur d'activité. Il devient de plus en plus important de constituer une épargne de précaution permettant de générer un complément de revenu indispensable à la retraite, ou de pallier aux dépenses imprévues (santé notamment).

L'espérance de vie n'a cessé d'augmenter. A 60 ans, elle atteint aujourd'hui 27,5 ans pour les femmes, 23,2 ans pour les hommes. Lorsque l'épargne accumulée est chargée d'assurer un complément de revenu permettant de stabiliser son niveau de vie à la retraite, un allongement non anticipé de la durée de vie augmente le risque de survivre à son capital.

Un autre risque important à la retraite est lié aux chocs adverses de santé qui nécessitent des dépenses imprévues. A 60 ans, l'espérance de vie « sans incapacité » est de 13 ans pour les femmes et 10 ans pour les hommes. Les individus ont du mal à évaluer les dépenses qui restent à leur charge, même dans les systèmes où la couverture santé est bonne. On estime aujourd'hui qu'en moyenne, sur l'ensemble des pays couverts par l'enquête SHARE<sup>1</sup>, ces dépenses sont de 645 euros par

---

<sup>1</sup> Cette enquête porte sur 15 pays : 14 membres de l'Union Européenne et Israël.

personne et par an, et représentent en moyenne 2.6% des revenus nets des individus<sup>2</sup>. Les postes les plus importants restant à charge sont les soins dentaires, les médicaments et les frais liés aux services à domicile, par exemple en cas de perte d'autonomie<sup>3</sup>. Dans certaines situations, ces dépenses peuvent même être beaucoup plus élevées. Ainsi, 3% des ménages dont l'un des membres a plus de 50 ans font face à des dépenses de plus de 15% de leurs revenus annuels nets. Dans le cas d'un placement en établissement, plus de 2000 euros par mois restent en moyenne à charge.

Enfin, les femmes constituent une population plus vulnérable à la retraite. Elles cotisent moins, ont des salaires inférieurs, font plus face à des interruptions de carrière, et par conséquent leurs revenus à la retraite sont plus faibles<sup>4</sup>. Plus de femmes que d'hommes font face à une situation de pauvreté à la retraite.

### Une épargne insuffisamment diversifiée

L'objectif naturel d'une épargne à long terme est a minima de couvrir le capital accumulé contre l'érosion due à l'inflation, et éventuellement de générer un surcroît de rendement par rapport à l'inflation. Si cet objectif semble simple, il n'est pas si facilement atteignable à long terme, notamment dans l'environnement actuel de taux extrêmement bas, très différent de celui que nous avons connu ces 40 dernières années<sup>5</sup>. La rémunération positive de la **prise de risque** implique que l'épargne retraite ne doit pas être entièrement placée sur des supports sans risque. Même des individus très averses au risque devraient placer au moins une part minimale de leur portefeuille en actifs risqués afin de bénéficier du surcroît de rendement associé.

Dans de nombreux pays, l'évidence empirique montre que les particuliers allouent leurs portefeuilles de façon assez éloignée de ce que recommande la théorie financière : épargne insuffisante par rapport à leurs besoins, investissement très limité en actions, diversification insuffisante, préférence pour les titres les plus familiers ou les actifs domestiques. Une raison potentielle de ce biais tient au fait que les individus **comprennent mal les bénéfices de la diversification**. Benartzi, et al. (2007) montrent notamment que seulement un tiers des investisseurs réalisent qu'investir dans leur propre entreprise est plus risqué qu'une stratégie de placement diversifiée.

Tous ces biais sont bien présents en France. Ainsi, 31.5% des placements financiers des français sont investis en contrats en Euro en assurance vie, dont les rentabilités sont aujourd'hui très faibles, et 6.9% en unités de compte. L'investissement direct en actions (titres vifs ou fonds) est faible, de l'ordre de 8% du patrimoine financier. Cette diversification insuffisante se retrouve également sur les placements en épargne salariale, même lorsque l'offre de fonds offerte par les entreprises est large et diversifiée. Par exemple, plus de 30% des individus ne détiennent pas du tout d'actions, et 10% sont entièrement investis sur des actions de leur employeur.<sup>6</sup>

En arrivant à l'âge de la retraite, le patrimoine médian des retraités français est d'environ 175k€, dont la majeure partie est investie en immobilier (75% des retraités sont propriétaires). En moyenne,

---

<sup>2</sup> Jürges (2015), "Health insurance coverage and access to care among European elders: crossnational differences and social gradients", in *Ageing in Europe - Supporting Policies for an Inclusive Society*, Editions De Gruyter.

<sup>3</sup> 13<sup>e</sup> rapport du COR, « Les retraités : un état des lieux de leur situation en France », 2015.

<sup>4</sup> Le montant mensuel brut moyen de la pension de droit direct est de 1730 euros pour les hommes, 1050 euros pour les femmes (Rapport annuel du COR, « Le niveau de vie des retraités », 2017).

<sup>5</sup> Brière M., and O. Signori (2012), "Inflation Hedging Portfolios: Economic Regimes Matter", *Journal of Portfolio Management*, 38(5), p. 43-58.

<sup>6</sup> chiffres Amundi, sur la population des actifs employés dans des grandes entreprises.

seuls 15k€ sont investis en actifs financiers liquides, permettant d'assurer une épargne de précaution. Par ailleurs, les situations patrimoniales des retraités sont très diverses. Les dispositifs collectifs d'entreprise représentent 80% des encours totaux de l'épargne retraite, d'où une diffusion inégale de l'épargne retraite selon la taille de l'entreprise ou le secteur d'activité. Un ménage retraité sur dix possède moins de 4 000 euros de patrimoine.

### **Loi Pacte et PEPP se proposent de redynamiser l'épargne retraite individuelle**

Un des objectifs affichés de la loi Pacte est **d'encourager l'épargne et l'investissement** des français, notamment en vue d'un complément de retraite. Cette loi devrait notamment promouvoir l'épargne salariale auprès des plus **petites entreprises** et rendre **l'épargne retraite plus attractive**, permettant sa diffusion au sein d'une plus grande partie de la population. Enfin, la **diversification des placements financiers** sera favorisée.

Plusieurs propositions vont dans cette direction. (1) La suppression du **forfait social**<sup>7</sup> sur l'intéressement pour les entreprises de moins de 250 salariés et pour la participation pour celles de moins de 50 salariés, devrait améliorer la diffusion de l'épargne salariale dans les entreprises plus petites. (2) **L'actionnariat salarié** devrait être encouragé, grâce à un assouplissement des modalités d'offre d'actions de leur entreprise aux salariés des sociétés par actions simplifiées, en permettant l'abondement unilatéral de l'employeur sur les fonds d'actionnariat salarié et en diminuant de moitié le forfait social sur l'abondement employeur sur les fonds d'actionnariat salarié. (3) L'épargne pour la retraite devrait être rendue **plus souple**, et donc potentiellement plus attractive. Elle serait portable en cas de changement d'employeur, grâce à une harmonisation des supports de placement (*article 83, PERP, Madelin, Perco*). Les conditions de sortie seraient assouplies lors du départ à la retraite : l'obligation de sortie en rente serait limitée aux produits à versements obligatoires et la sortie anticipée serait possible, notamment pour l'achat d'une résidence principale. (4) Enfin, **l'épargne diversifiée** devrait être encouragée, via l'établissement de la gestion « pilotée » comme option par défaut sur tous les dispositifs d'épargne retraite supplémentaire. Cela permettra d'inciter les individus à épargner sur des produits de placement plus risqués et plus rémunérateurs. Cette diversification est également un fer de lance du projet de PEPP (Pan-European Personal Pensions), actuellement en discussion. Le Parlement Européen examine l'idée d'introduire des fonds diversifiés pilotés comme solution par défaut.

### **L'offre de produits d'épargne retraite doit être repensée**

Si le choix de produits d'épargne pendant la période active, dite « d'accumulation » est varié, et permet de s'adapter à de nombreuses situations, la situation est très différente à la retraite. Aujourd'hui, l'offre de produits d'épargne complémentaire laisse les individus **face à deux solutions antinomiques à la retraite** : (1) d'un côté des produits d'assurance comme les rentes viagères, conçus pour offrir un revenu de remplacement à la retraite, mais sous une forme la plupart du temps irréversible, empêchant toute possibilité de transmission du capital à ses descendants, ou de récupération du capital en cas de besoins de liquidité liés à des dépenses imprévues ; (2) de l'autre une sortie en capital, parfois assortie d'une stratégie de décumulation programmée<sup>8</sup>, mais qui ne vise pas à générer des niveaux cibles de revenu de remplacement à la retraite et fait courir le risque pour l'individu d'épuiser son capital avant le décès.

---

<sup>7</sup> cotisation patronale prélevée sur les rémunérations ou gains non soumis aux cotisations et contributions sociales

<sup>8</sup> où les individus choisissent une formule de retrait de leurs fonds pendant toute la période de retraite

Un produit d'épargne retraite adapté devrait permettre de **sécuriser un revenu de remplacement** minimum correspondant aux besoins essentiels de l'individu, tout en offrant (selon le degré d'aversion au risque de l'individu) la possibilité de générer des revenus supérieurs via une prise de risque plus élevée sur une partie des fonds investis. L'annuitisation devrait idéalement se faire **graduellement**, et ainsi permettre aux individus de ne pas avoir à prendre, le jour du départ à la retraite, une décision irréversible de conversion de l'ensemble de leurs avoirs en rente, et d'adapter la stratégie de conversion aux situations de marché (notamment de stopper temporairement la conversion en annuités lorsque le niveau des taux est très bas et les rentes particulièrement onéreuses, comme c'est le cas aujourd'hui). Nous vivons plus vieux, et la durée de la retraite s'allonge. Dans ce contexte, conjugué à un niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, la phase de retraite doit pouvoir être conçue comme une **phase active d'investissement**, prolongement naturel de la phase d'accumulation, et permettre de poursuivre la réalisation de projets pendant la retraite, tout en sécurisant progressivement les besoins essentiels de consommation sur la fin de vie.

### **Information et éducation financière sont clés**

Le rapport Barrot-Zagury<sup>9</sup> insistait sur l'importance de l'éducation économique et financière, clé pour permettre de « se projeter dans le monde économique, comme futurs épargnants et acteurs au sein de l'entreprise ». Au final, si les évolutions réglementaires vont dans le sens d'une offre d'épargne retraite plus adaptée aux besoins des français, un chemin important reste à parcourir en termes **d'information et d'éducation financière**, pour que chacun puisse être à même d'appréhender avec précision sa situation financière à la retraite, être capable d'évaluer ses risques (emploi, patrimoine, santé, dépendance) et ses besoins. Relevé de situation personnalisé envoyé à chacun, mise à disposition de simulateurs retraites, offre de conseil et de planification financière des agrégateurs de comptes et des robo-advisors : l'Etat, les entreprises, comme les établissements financiers ont tous un rôle à jouer pour y contribuer. Au final, si information et création de produits innovants sont en rendez-vous, la loi Pacte devrait permettre de sensibiliser les citoyens à la nécessité d'envisager leur épargne différemment, en fonction des phases de la vie, et permettre de créer les conditions d'une épargne longue.

---

<sup>9</sup> J.N. Barrot et A. Zagury, «Financement des entreprises en France », rapport du 12 Dec 2017.