

ÉPARGNE - RETRAITE

Le rendement réel

Édition 2017



BF BETTER FINANCE

The European Federation of Investors and Financial Services Users
Fédération Européenne des Épargnants et Usagers des Services Financiers



Épargne-retraite : le rendement réel

Édition 2017

Avant-propos

*L'on ne peut surveiller que ce que l'on peut mesurer :
Pourquoi ce rapport sur les performances des produits d'épargne à long
terme est-il (malheureusement) unique en son genre ?*

L'un des pires marchés européens de services aux particuliers

D'après les tableaux de bord des marchés de consommation établis par la Commission européenne¹, le marché des produits d'investissement et de pension privée reste systématiquement l'un des marchés de services aux particuliers les moins performants de tous dans l'ensemble de l'Union européenne.

La Commission souligne également que parmi les autres raisons expliquant le peu de succès de l'épargne à long terme figurent les performances souvent médiocres des intermédiaires financiers, qui ne parviennent pas à générer un rendement raisonnable, et les coûts d'intermédiation².

L'épargne-retraite s'avère également être l'un des rares marchés de services de détail où ni les clients ni les autorités publiques de surveillance ne sont bien informés des performances nettes réelles des services fournis aux clients.

¹ Tableau de bord des marchés de consommation 2016 – Assurer le bon fonctionnement des marchés dans l'intérêt des consommateurs, 2016.

² Commission européenne – Document de travail des services de la Commission sur le financement à long terme de l'économie européenne, 2013, en anglais

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 publiques de surveillance

En effet, hormis les publications de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) 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 de données plus complète ou plus récente sur les rendements nets réels de l'épargne-retraite pour les pays de l'UE. Même le rapport publié récemment par la Commission sur la situation des épargnants investissant dans les produits d'épargne-retraite personnelle⁴ se base exclusivement 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 les précédentes éditions du rapport sur le rendement réel de l'épargne-retraite de BETTER FINANCE, les données extrêmement utiles fournies par l'OCDE⁵ sont malheureusement assez incomplètes :

- Les publications les plus récentes de l'OCDE sur les rendements des produits d'épargne-retraite – « Pension Markets in Focus 2016 » et « Pension Funds in Figures – May 2017 » – présentent, au mieux, les rendements à dix ans, un horizon fort court pour ces produits à long terme ;
- Seulement huit des quinze pays de l'UE analysés dans le rapport de BETTER FINANCE sont également couverts par l'OCDE (données sur 10 ans). Sept pays ont été omis : la Bulgarie, la France, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie, l'Espagne et la Suède ;

³ <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/oecd-pensions-outlook-2012.htm>, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2016.pdf> and <https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2017.pdf>

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

⁵ À savoir « Pension Markets in Focus 2016 » (données sur 1, 5 et 10 ans).





- Une partie des produits de retraite professionnelle, ainsi que la plupart des produits de retraite personnelle n’y figurent pas non plus, étant donné que les données de l’OCDE sur les performances ne couvrent que les « fonds de pension » au sens strict et excluent tous « *les contrats et fonds d’assurance-retraite gérés par des établissements financiers (souvent des banques ou des entreprises d’investissement) comme les comptes-retraite individuels (Individual Retirement Accounts, IRA aux États-Unis)* »;
- Il n’est pas certain que l’OCDE ait pu tenir compte de tous les frais supportés par les épargnants à long terme – par exemple les frais d’entrée – parce que l’organisation se base essentiellement sur les données communiquées par les autorités nationales et que ces éléments n’y sont généralement pas pris en considération ;
- Enfin, les chiffres de l’OCDE sont tous avant taxation, sauf pour l’Italie.

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 et Autorité bancaire européenne) – ne connaissent pas la performance réelle des services qu’ils sont censés réglementer et surveiller.

Incapacité des Autorités européennes de surveillance à rendre compte des tendances en matière de performance au profit des consommateurs

Les Autorités européennes de surveillance (AES) sont pourtant légalement tenues de recueillir, analyser et rapporter les données sur les « tendances de consommation » dans leurs domaines respectifs (article 9, paragraphe 1 des règlements européens instituant les trois AES).

À notre connaissance, ni les rapports de l’Autorité bancaire européenne⁶ ni ceux de l’Autorité européenne des assurances et des pensions

⁶ ABE - <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1360107/Consumer+Trends+Report+2016.pdf>

professionnelles⁷ ne contiennent d'informations sur les performances des produits d'épargne destinés aux particuliers relevant de leur domaine de compétences (respectivement les produits d'épargne bancaire et les produits d'assurance-vie et d'épargne-retraite). L'Autorité européenne des marchés financiers, quant à elle, mentionnait des données sur les performances des portefeuilles des « investisseurs particuliers » dans ses précédents rapports sur les « tendances, les risques et les vulnérabilités » mais a cessé de le faire en 2016⁸. En outre, il s'agissait en réalité de données relatives aux performances des marchés financiers et non à celles des investissements de détail, à savoir les rendements mensuels moyens à cinq ans d'un portefeuille composé comme suit ⁹:

- 47 % d'actions (Stoxx600: moyennes et grandes capitalisations européennes),
- 42 % de dépôts (Euribor à 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 l'indique l'AEMF (l'Autorité européenne des marchés financiers) elle-même dans la page suivante de son rapport – se compose de :

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

⁷ AEAPP – https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA-BoS-15-233%20-%20EIOPA_Fourth_Consumer_Trends_Report.pdf

⁸ AEMF – Trends, Risks, Vulnerabilities Report, rapport n°1, mars 2016 et n°1, mars 2015

⁹ AEMF – Trends, Risks, Vulnerabilities Report, rapport n°1, mars 2014; cette ventilation détaillée des avoirs financiers des ménages européens n'a plus été publiée par la suite par l'AEMF.





Performances: l'évolution des marchés financiers ne constitue pas un indicateur fiable pour l'évolution des produits d'investissement destinés aux particuliers

Notre expérience et nos constats confirment en effet clairement que les performances des marchés financiers n'ont malheureusement pas grand-chose à voir avec celles des produits d'épargne distribués aux citoyens de l'UE. C'est particulièrement vrai pour l'épargne-retraite et l'épargne à long terme. Cette différence s'explique principalement par le fait que la plupart des citoyens de l'UE investissent la majorité de leur épargne non pas dans des produits du marché financier (tels que les actions et les obligations) mais bien dans des produits « packagés », prêts à l'emploi (fonds d'investissement, contrats d'assurance-vie et produits d'épargne-retraite principalement).

D'aucuns pourraient arguer que ces produits d'assurance et de pension « packagés » ont des rendements similaires à ceux d'un portefeuille mixte d'actions et d'obligations puisque ces dernières sont les principales composantes sous-jacentes des produits d'assurance et de pension prêts à l'emploi. C'est en fait sur cette base que l'AEMF a proposé sa méthode de calcul pour le rendement du portefeuille de « l'investisseur particulier ». Mais cela n'a jamais été qu'un « acte de foi » faisant fi de réalités telles que les frais et les commissions frappant les produits destinés aux particuliers, les taux de rotation des portefeuilles, les risques des gestionnaires, etc. À eux seuls, ces frais invalident déjà totalement cette approche.

Les tableaux ci-dessous montrent deux exemples réels frappants – mais malheureusement pas inhabituels – de cette réalité généralement ignorée : la performance des marchés financiers ne constitue pas un indicateur indirect valable pour déterminer la performance des produits d'investissement de détail, en raison essentiellement des frais et des commissions facturés directement ou indirectement aux clients particuliers. La Commission européenne elle-même a souligné publiquement cette réalité (voir note de bas de page n°2 ci-dessus).

Tableau FW 1. Cas réel d'une assurance-pension professionnelle belge

Performance des marchés financiers par rapport à la performance du fonds de pension professionnelle belge pour la période 2000-2016*

Performances des marchés financiers (indice de référence**)

Performance nominale	100 %
Performance réelle (avant taxation)	44 %

Performance du fonds de pension (même indice de référence**)

Performance nominale	33 %
Performance réelle (avant taxation)	4 %

* Jusqu'au 30/06/2016

** 50 % actions/ 50 % obligations (pour les actions MSCI World Equity Index¹⁰ et pour les obligations européennes, JPM Euro Govt Bond Index -investis le 31/12/1999)

Sources: BETTER FINANCE, fournisseur

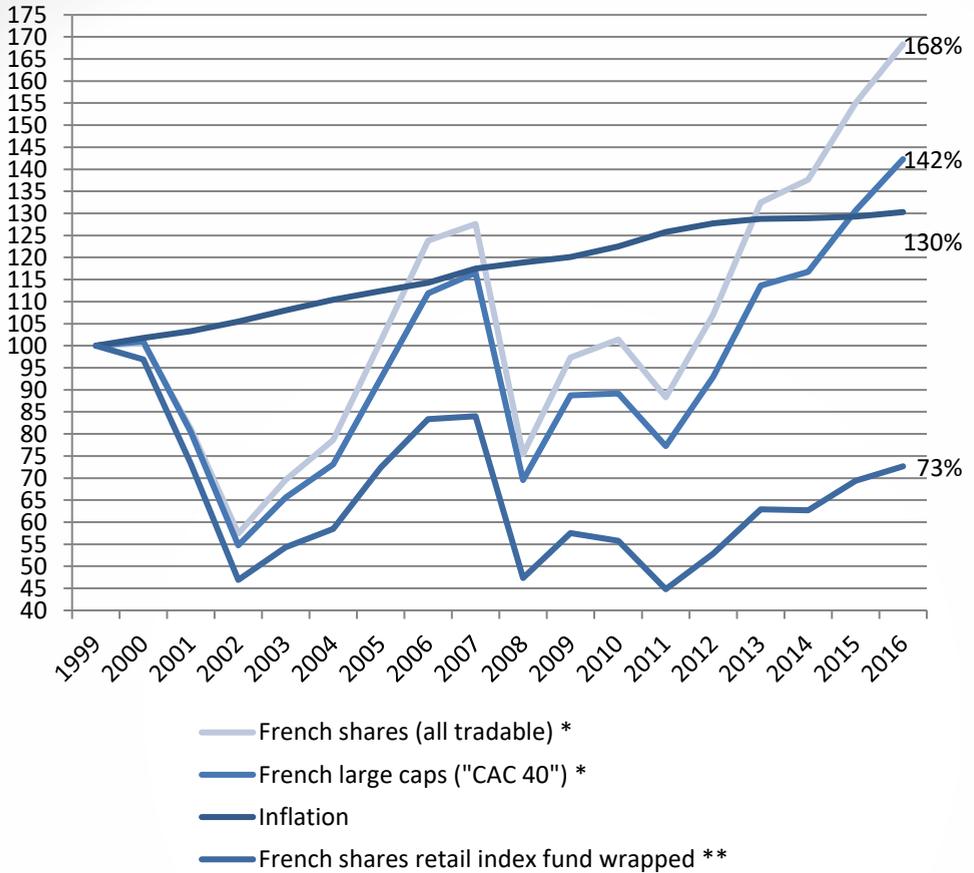
Dans le cas réel présenté dans le graphique ci-dessus, le rendement nominal du produit d'épargne-retraite ne représente que tout juste un tiers de celui de l'indice du marché financier pris pour référence. Les fonds d'assurance-pension professionnelle (« Assurance Groupe ») ne communiquent malheureusement pas la totalité des frais annuels (frais frappant l'« unité » sous-jacente du niveau du fonds plus les frais liés au contrat d'assurances ; voir étude de cas Belgique dans le présent rapport).

¹⁰ «Ces informations ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais J.P. Morgan ne garantit pas qu'elles soient complètes et exactes. Cet indice est utilisé avec la permission de J.P.Morgan. Il ne peut être reproduit, utilisé ou distribué sans l'accord écrit préalable de J.P. Morgan. Copyright 2015, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved. » (J.P. Morgan)





Graphique FW I. Cas réel d'un fonds d'actions français de détail



* Dividendes réinvestis

** 2000-2003 : simulation

Source: recherche BETTER FINANCE, gestionnaire de fonds

Actions françaises (toutes négociables)*

Grandes capitalisations françaises (« CAC 40 ») *

Inflation

Fonds français indiciel d'actions de détail intégrés**

Dans le cas réel ci-dessus, un fonds dit « indiciel » CAC40 pour les particuliers¹¹ a en réalité enregistré, après douze ans d'existence, une performance inférieure de 8 300 points de base (+34 % contre +117 % pour l'indice de référence, de 2003 à 2016), cet écart de performance étant exclusivement attribuable aux frais. Le fonds a aussi massivement détruit la valeur réelle de l'épargne des clients investisseurs, étant donné que l'inflation a été près de deux fois supérieure à la performance nominale du fonds. Il est assez étonnant qu'avec un tel écart de rendement par rapport à son indice, ce fonds soit encore autorisé à être présenté comme un « fonds indiciel » et qu'aucun avertissement ne figure dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) du fonds (comme l'impose pourtant le droit de l'UE).

Ce graphique met en évidence un autre problème pour les épargnants européens : l'utilisation, par les fournisseurs de produits d'investissement, d'indices boursiers étroits (uniquement grandes capitalisations ou valeurs « vedettes ») et non d'indices larges, même si ces fournisseurs prétendent que ces indices étroits représentent les « marchés d'actions » dans leur ensemble. Cette pratique s'est avérée nuisible :

- pour les investisseurs étant donné que ce graphique montre qu'au cours de ces dix-sept dernières années, la performance du marché français des grandes capitalisations a été inférieure de 26 points de pourcentage (+42 % contre +68 %) à celle du marché français des actions dans son ensemble ;
- et pour les PME étant donné qu'une partie de leurs investissements se concentre exclusivement sur grandes capitalisations, et non sur des instruments « élargis » incluant les petites et les moyennes capitalisations.

L'approche de l'AEMF qui « confond » les rendements du marché financier avec ceux des produits d'investissement pour les particuliers, est malheureusement fort répandue dans les études publiques disponibles.

¹¹ Packagé dans un contrat d'assurance, comme l'indique le distributeur.





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 n°4).

L'Union européenne a eu tout à fait raison d'imposer légalement aux autorités de surveillance de recueillir, analyser et rapporter les « tendances » concernant l'épargne des particuliers dans l'Union européenne. Nous apprenons dans les écoles de commerce que l'on ne peut gérer et surveiller que ce que l'on peut mesurer. Et l'une des responsabilités juridiques majeures confiées 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, y compris en recueillant, analysant et rapportant les tendances de consommation... »*

2015: La Commission européenne demande une analyse de la performance réelle nette de l'épargne-retraite et de l'épargne à long terme

Le 30 septembre 2015, la Commission européenne a publié son Plan d'action pour l'union des marchés des capitaux (« UMC »). BETTER FINANCE s'est alors réjouie de constater que ce plan d'action entendait s'attaquer au manque de transparence et d'analyse de la performance réelle nette de l'épargne-retraite : *« Afin de promouvoir une plus grande transparence des produits de détail, la Commission demandera aux autorités européennes de surveillance (AES) en vertu de l'article 9 des règlements qui les instituent, de travailler sur la transparence des produits de retraite et des produits de détail à long terme et d'analyser leur performance réelle nette et les frais appliqués ».*

Toutefois, en août 2017 – soit deux ans plus tard – les AES n'avaient toujours reçu aucun mandat en ce sens de la Commission européenne, et n'avaient pris aucune initiative dans ce domaine. Toute référence à l'action pour l'UMC elle-même a disparu du « Rapport d'examen à mi-parcours de l'UMC » de juin 2017 et cette action a été intégrée dans une compétence élargie dans le domaine des « marchés des produits d'investissement de

détail », sans aucune mention des prochaines étapes en vue de la réalisation de l'UMC.

En outre, la Commission européenne a éliminé depuis toute obligation de communication sur les performances passées des fonds d'investissement et de leurs indices de référence dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) – cf. règlement délégué « PRIIPS »¹² du 8 mars 2017 de la Commission. Ce pas en arrière préoccupant en matière de transparence et d'information aux investisseurs est en totale contradiction avec l'initiative de création d'une UMC, et empêchera en outre les épargnants européens de savoir si les produits d'investissement qu'ils détiennent ont rapporté ou non de l'argent dans le passé et s'ils ont atteint les objectifs d'investissement du gestionnaire. Cela empêchera également les organismes de recherche indépendants comme BETTER FINANCE de continuer à suivre dans le futur les rendements des différents produits d'investissement destinés aux particuliers (comme ceux illustrés par le graphique FW I).

Pour une approche client des rendements de l'épargne-retraite

Cette recherche lancée par BETTER FINANCE et ses partenaires s'est fixé pour ambition et pour défi de recueillir, analyser et rapporter les performances passées réelles des produits d'investissement à long terme et 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 2017, qui a été fort étoffée et couvre maintenant 15 pays totalisant ensemble 85 % de la population européenne.

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

- le rendement à long terme (couvrant au minimum deux cycles économiques et boursiers complets, car même les rendements à long

¹² PRIIPS : packaged retail and insurance-based investment products (produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance)





terme sont très sensibles aux dates d'entrée et de sortie). Pour cette édition, nous sommes parvenus à recueillir pas moins de 17 années de données sur les performances dans la plupart des pays analysés) ;

- net de tous frais, commissions et charges supportés directement ou indirectement par le client ;
- 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) ;
- si possible, être net d'impôts supportés par le client (aux États-Unis, cela fait déjà des décennies que le résumé du prospectus doit obligatoirement mentionner la performance passée des fonds communs de placement après taxation).

L'information sur les rendements de l'épargne à long terme et de l'épargne-retraite se détériore

Le résumé, le rapport général et les profils nationaux ci-après montrent que cette tâche n'est pas irréalisable, bien que 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 ce qui concerne 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.

En 2017, nous avons constaté que les informations sur les rendements de l'épargne à long terme et de l'épargne-retraite sont loin de s'améliorer, bien au contraire :

- moins d'informations ; ainsi, Assuralia, l'Union professionnelle belge des entreprises d'assurances, ne communique plus depuis 2014 les rendements des produits de retraite professionnelle et personnelle (de type assurance) de la Branche 21 (et ne l'a jamais fait pour les produits de la Branche 23). Il en va de même pour la FSMA, l'autorité nationale de surveillance des services et marchés financiers.
- informations communiquées plus tardivement : au moment de l'impression du présent rapport, de très nombreuses données sur les

rendements en 2016 n'ont pas encore été publiées par les organisations professionnelles nationales ou autres fournisseurs de données.

- informations non vérifiées: les organisations professionnelles restent la principale source d'information, mais leur méthodologie n'est souvent pas divulguée, et il ne semble pas que les données sur les rendements aient été préalablement bien vérifiées ou contrôlées par un quelconque organisme tiers indépendant. Il arrive aussi que ces données proviennent exclusivement d'enquêtes par sondage qui ne couvrent qu'un petit pourcentage de produits.
- Comme nous l'avons déjà mentionné, la Commission européenne a supprimé, à partir de 2018, l'obligation de communiquer les performances passées des produits d'investissement de détail et de leurs indices de référence dans le document d'information clé pour l'investisseur. Il en sera de même, d'ici la fin 2019 au plus tard, pour les fonds d'OPCVM.

Il reste un long chemin à parcourir pour réaliser l'objectif de « *transparence, simplicité et équité du marché des produits financiers de détail* », inscrit dans le droit de l'UE.





Épargne-retraite : le rendement réel

Édition 2017

Résumé

Comme l'a indiqué la Commission européenne dans un document de travail de ses services publié en 2013, « *la crise a renforcé la méfiance de l'épargnant à l'égard des institutions et des marchés financiers* »¹³. De même, le dernier Tableau de bord des marchés de consommation¹⁴ de la Commission européenne classe une nouvelle fois les marchés des produits d'investissement et de retraite parmi les pires marchés de consommation tous secteurs confondus.

Couverture

Le présent rapport mentionne une raison majeure de cette méfiance, à savoir le rendement souvent médiocre des produits d'épargne-retraite une fois l'inflation, les frais et (si possible) les taxes déduits de leurs rendements nominaux, par rapport à celui de leurs indices de référence du marché. Le présent rapport étend considérablement la couverture géographique du premier rapport de recherche de BETTER FINANCE « Retraites personnelles : le rendement réel », publié en juin 2013, en ajoutant La Belgique, la Bulgarie, l'Estonie, l'Allemagne, l'Italie, la Lettonie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie, la Suède, les Pays-Bas et le Royaume-Uni au groupe initial qui comprenait l'Espagne, la France et le Danemark. BETTER FINANCE a en outre étendu la période couverte afin de mesurer les performances sur une période de 17 ans, à savoir de 2000 à 2016, dans les

¹³ Document de travail des services de la Commission « Long-Term Financing of the European Economy » qui accompagne 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>.

¹⁴ Tableau de bord des marchés de consommation 2016 – Assurer le bon fonctionnement des marchés dans l'intérêt des consommateurs, 2016. Commission européenne, 2016

limites de la disponibilité des données. Cette nouvelle édition couvre à présent 86 % de la population européenne.

Les pays analysés peuvent être répartis en trois catégories:

- les pays comme les Pays-Bas, le Danemark et le Royaume-Uni, d'une part, où les fonds de pension et les encours des assurances-vie dépassent de loin le PIB (produit intérieur brut) 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 principalement de la qualité et de la viabilité des régimes de financement par répartition ;
- et, entre ces deux extrêmes, tous les autres pays où le niveau de vie des retraités dépend à la fois de la viabilité des régimes par répartition et des rendements de l'épargne privée ;
- La Suède est un cas particulier puisque son régime de retraite obligatoire ne repose plus uniquement sur le système par répartition et inclut désormais des éléments de capitalisation.

Pourquoi les rendements sont essentiels pour les particuliers qui épargnent pour leur retraite

Les autorités publiques en charge des questions liées à l'épargne-retraite ne citent généralement que deux conditions essentielle pour garantir l'« adéquation des retraites » (c'est-à-dire des retraites assurant la compensation d'une grande partie des revenus professionnels antérieurs) :

- La nécessité d'épargner le plus tôt possible ;
- La nécessité d'épargner un pourcentage important des revenus professionnels « *pour maintenir un niveau de revenu raisonnable après la retraite, 10 à 15 % du salaire annuel moyen doit être épargné* »¹⁵.

¹⁵ Livre blanc du Forum économique mondial : « We'll live to 100 – How can we afford it ? », mai 2017





Ainsi, selon l'OCDE, « à la lumière des difficultés que rencontrent les régimes de retraite, la seule solution à long terme pour augmenter les revenus des retraités est de cotiser plus et pendant plus longtemps ». ¹⁶

Nous ne sommes pas d'accord.

Cela ne suffit pas. Il manque une troisième condition, plus essentielle encore : la nécessité d'obtenir un rendement positif et décent à long terme (rendement net réel : après déduction de l'inflation, des frais et commissions).

Un simple exemple permet d'illustrer pourquoi « épargner davantage et sur de plus longues périodes » ne suffit pas et est même trop souvent financièrement préjudiciable.

Prenons l'hypothèse d'une inflation à 0 %, d'une épargne de 10 % des revenus professionnels pendant 30 ans (comme le recommandent les autorités publiques), d'une espérance de vie de 25 ans à la retraite et après déduction des frais, commissions et impôts. Le tableau ci-dessous montre que **sauf si les rendements nets à long terme sont nettement positifs (voisins de 10 %), épargner des sommes importantes pendant de longues périodes ne garantit pas des revenus de remplacement décents pendant toute la retraite** (« adéquation des retraites »).

Table EX1

Rendement net annuel	Revenu de remplacement
Négatif - 1%	10 %
zéro	12 %
2 %	17 %
8%	49 %

© BETTER FINANCE, 2017

Rendements positifs sur les marchés financiers (1999- 2016)

Nous avons choisi une période couvrant les 17 dernières années car les rendements de l'épargne-retraite doivent être mesurés sur un horizon à

¹⁶ OECD Pensions Outlook 2016 (éditorial, page 10, 2016)

long terme et que deux phases haussières (2003-2006 et 2009-2016) et deux phases baissières (éclatement de la bulle technologique en 2001-2003 et crise financière de 2008) ont eu lieu au cours de cette période. Notre analyse porte sur cette période dans la limite de la disponibilité des données. Le choix de cette période de référence a, en réalité, un impact concret sur les rendements réels observés : pour garantir l'objectivité de nos recherches, nous avons accordé une attention toute particulière au choix de la période à couvrir¹⁷.

Nous avons mesuré les performances d'un même produit d'investissement, pour chaque année et ce tout au long de cette période de 17 ans pour un cas précis (plans d'épargne d'entreprise et d'épargne-retraite ; voir étude de cas France) pour comparer l'impact d'une épargne-retraite régulière sur cette période de 17 ans et d'un versement unique effectué il y a 17 ans. Ces deux types d'investissement ne sont toutefois pas totalement comparables.

Depuis le début du XXI^e siècle (du 31 décembre 1999 au 31 décembre 2016), les rendements du marché financier sont restés positifs (rendements moyens pour les actions et très positifs pour les obligations) :

- En termes nominaux (avant inflation), les marchés boursiers mondiaux ont gagné (valeur en euros) 76 %¹⁸, le marché boursier américain 94 %¹⁹ et les marchés boursiers européens 58 %²⁰.
- En termes réels (net d'inflation), les marchés boursiers européens ont également généré des rendements cumulés positifs jusqu'en 2016 (+19 %), comme le montre le graphique ci-dessous, même si les rendements restent négatifs dans certains États membres, comme la Grèce et l'Italie. Plusieurs marchés de grandes capitalisations enregistrent toujours des rendements négatifs, et, à l'échelon européen, les performances du « Stoxx 50 » – un indice très étroit – restent

¹⁷ Idéalement, il faudrait examiner les rendements historiques à plus long terme encore mais il n'existe généralement pas de données pour les années antérieures.

¹⁸ Tel que mesuré par le MSCI All Country World (ACWI) GR index en euros.

¹⁹ Tel que mesuré par le MSCI USA GR index en euros.

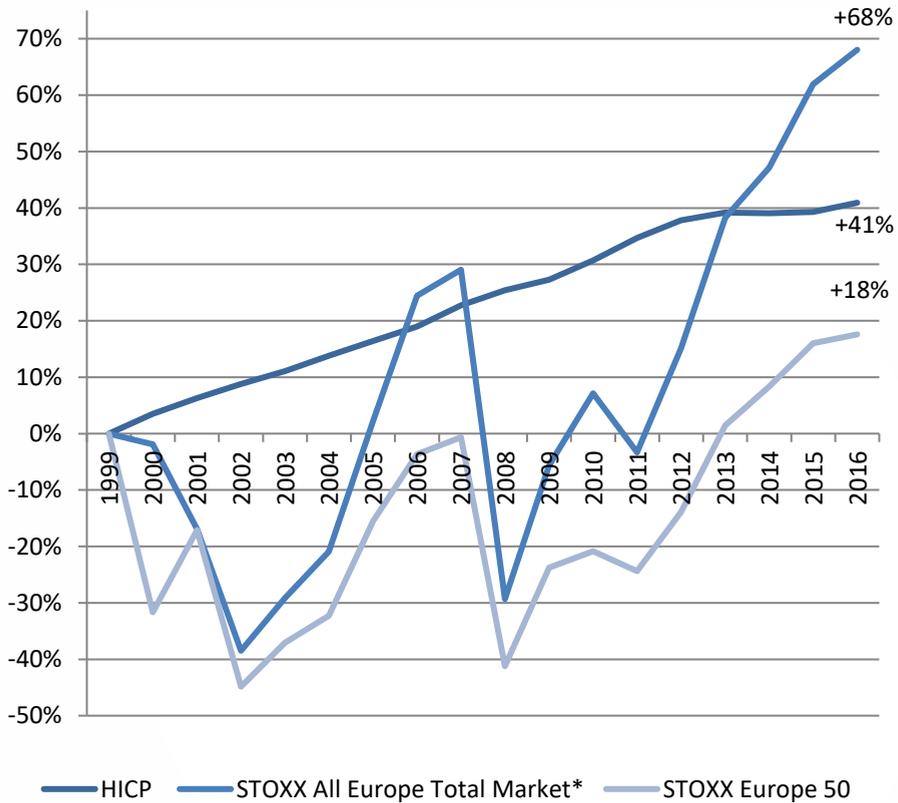
²⁰ Tel que mesuré par le MSCI Europe GR index en euros.





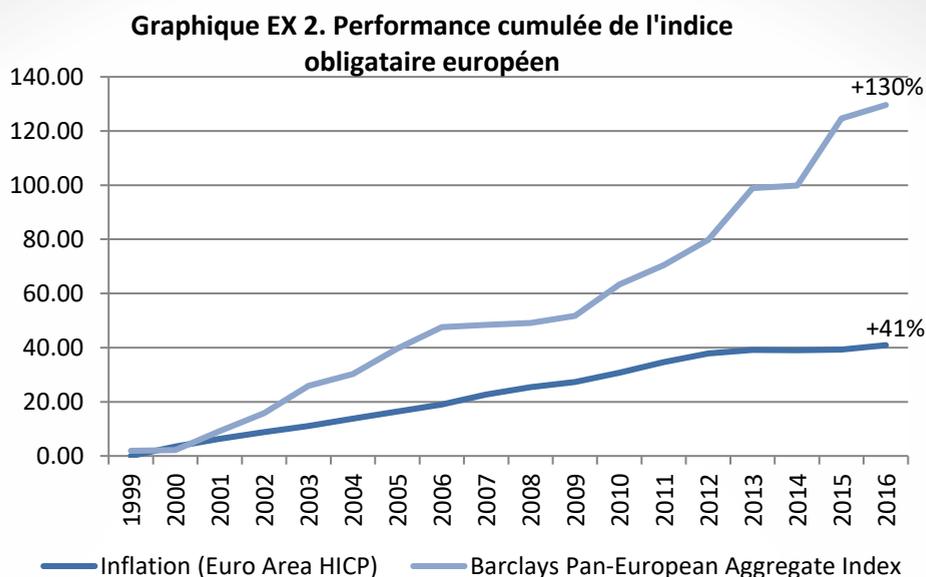
négatives après inflation (-17 %). Il ne se compose toutefois que de 50 actions européennes.

Graphique EX 1. Performances cumulées d'un indice européen large et d'un indice étroit - comparaison



* Nous avons utilisé l'indice MSCI Europe GR pour refléter approximativement les performances de 2000 et 2001 car nous n'avons pas pu retrouver pour ces années l'indice STOXX All Europe Total Market (il s'agit de deux indices larges)

- Les marchés obligataires ont profité d'une période exceptionnelle et ont enregistré d'excellentes performances grâce à la diminution continue des taux d'intérêt au cours de ces 15 dernières années : +130 % en termes nominaux et 63 % en termes réels (après déduction de l'inflation).
- HIPC - IPCH



Sources: Barclays Pan-European Total Returns & Eurostat HICP Europe 28 Monthly

Inflation (IPCH zone euro)

Dans l'ensemble, un investissement direct équilibré (50 % d'actions européennes et 50 % d'obligations européennes²¹) réalisé au début du siècle par un épargnant européen sur les marchés financiers²² aurait généré un rendement exceptionnel de +117 % en termes nominaux (avant frais et impôts) et de +54 % en termes réels, soit un rendement annuel moyen de +2,6 % (+4,7% de rendement annuel en termes nominaux).

Le rendement de la plupart des produits de retraite s'est récemment amélioré mais reste inférieur à celui des marchés financiers

Les résultats de notre étude montrent que le rendement moyen de la plupart des produits de retraite et des produits d'investissement à long terme est resté fort inférieur à celui des marchés financiers et que dans de

²¹ Indices utilisés : Stoxx All Europe Total Market (MSCI Europe pour les 2 premières années) pour les actions et arclays Pan European Aggregate pour les obligations.

²² Réajusté chaque année.





trop nombreux cas, il a eu pour effet de détruire la valeur réelle de l'épargne des retraités et futurs retraités européens (rendement négatif après déduction de l'inflation). Les rendements sont cependant en train de s'améliorer depuis quelques années, grâce à une période haussière amorcée en 2011, dont profitent à la fois les obligations et les actions. Il va de soi que les rendements des marchés financiers mentionnés ci-dessus ne tiennent pas compte des frais et des commissions. En effet, la comparaison des performances montre que le montant élevé des frais et des commissions est le principal facteur à l'origine des faibles rendements européens, tant des produits à long terme que de l'épargne-retraite.

Les « boosters » de rendement des produits de retraite

Dans de très nombreux pays, le taux d'inflation a diminué ces dernières années et l'écart entre les performances nominales et réelles s'est donc réduit. Les rendements réels nets, dans les pays, sont influencés par une série de facteurs:

- la répartition des actifs dans les produits de retraite,
- les performances des marchés financiers dans lesquels les produits de retraite investissent,
- les compétences des gestionnaires d'actifs en termes de sélection des titres et d'anticipation du marché.
- les rendements réels nets des produits de retraite privée sont toutefois surtout affectés et influencés par les frais et les commissions facturés par les gestionnaires d'actifs et autres intermédiaires financiers,
- ainsi que, en fin de compte, par l'inflation et la charge fiscale.

Une comparaison entre les pays et les produits fait apparaître des différences frappantes dans la répartition des actifs des fonds de pension. Les fonds communs de placement sont la principale composante des investissements en Belgique et en Allemagne. C'est également le cas au Royaume-Uni, bien que dans une moindre mesure : là, les fonds communs de placement tendent à remplacer la détention directe d'actions, un investissement dont l'importance a diminué, passant de 57 % à 20 % entre 2001 et 2014. À l'inverse, la prépondérance des actions (en particulier des

titres d'entreprises danoises) au Danemark explique dans une large mesure la bonne performance des produits de retraite dans ce pays. Les actions représentent aussi la part du lion en Suède. En France (assurance-vie et plans de retraite des employés du secteur public), en Italie, en Pologne (fonds de pension pour salariés), en Espagne, en Roumanie et en Lettonie, les obligations ont la cote, en particulier les obligations d'État). Dans l'ensemble, la période 2000-2016 fait apparaître un déclin des actions et une augmentation de la dette publique dans la répartition des actifs de fonds de pension, une tendance qui se révèle aujourd'hui défavorable aux épargnants puisqu'elle risque fort bien de diminuer les perspectives de rendement, vu que les taux d'intérêt des obligations ont atteint un plus bas historique.

La diminution des taux d'intérêt des obligations d'État depuis 1999 a eu un impact positif sur les encours, en particulier dans les pays où cette classe d'actifs est prépondérante, mais elle limite les perspectives de rendement sur les nouveaux flux d'investissement.

En ce qui concerne les compétences des gestionnaires d'actifs, une majorité de ceux-ci ne parviennent pas à atteindre les performances de leurs indices de référence sur le long terme.

Les frais et les commissions rabotent considérablement les performances des produits de retraite, surtout des produits individuels « packagés » et de l'assurance-vie en unités de compte en particulier. La structure des frais est souvent complexe, opaque et loin d'être harmonisée entre les différents fournisseurs de prestations de retraite. Certains pays ont commencé à plafonner les frais de certains produits de retraite (Royaume-Uni, Roumanie, Lettonie).

Enfin, les charges fiscales réduisent également la performance des investissements. Le modèle général appliqué aux produits de retraite est la taxation différée, les cotisations étant déduites du revenu imposable alors que les pensions sont imposées. Le capital accumulé peut faire l'objet d'un rachat partiel, sous la forme d'un versement unique qui n'est généralement pas imposable. Les rendements nets que nous avons calculés sont basés sur





le scénario le plus favorable, à savoir l'hypothèse selon laquelle l'épargnant prélève le montant unique maximum autorisé.

Le rapport qui suit analyse de manière plus détaillée les facteurs de rendement

Perspectives de rendement des retraites européennes

En 2017, les perspectives globales à long terme en ce qui concerne l'adéquation de l'épargne-retraite sont préoccupantes, comme le révèle l'analyse des trois grands facteurs de rendement suivants:

- Les marchés obligataires européens ne généreront vraisemblablement plus les rendements extraordinaires de ces 17 dernières années en raison de la chute continue des taux d'intérêt qui ont aujourd'hui atteint un plancher.
- L'impact négatif de cette évolution prévisible des rendements obligataires sur les rendements des produits de retraite sera encore renforcé en raison du pourcentage élevé d'obligations détenues depuis ces dernières années dans les portefeuilles de retraite.
- Les frais et les commissions ne s'orientent pas clairement à la baisse et la transparence, en ce qui concerne la communication des coûts, ne s'améliore pas.
- Il semble peu probable que l'inflation – tout comme les taux d'intérêt – continue de diminuer et les conséquences des politiques monétaires « non traditionnelles » des banques centrales sur les possibles « bulles » ne sont pas encore connues.
- La taxation des produits à long terme et des produits de retraite ne semble pas non plus s'orienter réellement à la baisse.

Les rendements des retraites par pays

Les produits de pension nationaux ayant affiché les meilleures performances au cours de ces 17 dernières années (de fin 1999 à fin 2016) sont les fonds hollandais de retraite professionnelle, avec un rendement réel total de l'ordre de +50 % (moyenne annuelle : +2,84%) qui dépasse même celui d'un investissement direct équilibré sur les marchés financiers

européens (+ 47 %). Les rendements annuels moyens en termes réels, après impôts et frais, des fonds de pension ont avoisiné 4,13 % en Pologne au cours de la période 2002-2016²³ et 4,82 % au Danemark, toujours pour cette même période²⁴. En revanche, nous avons mis en évidence des rendements réels négatifs en France (contrats d'assurance-vie en unités de compte 2000-2016), en Italie (fonds de pension ouverts 2000-2016), en Lettonie (fonds de pension publics, 2003-2016), en Slovaquie (régime de retraite par capitalisation du 2^e pilier, 2005-2016), en Espagne (fonds de pension 2000-2016) et aux Pays-Bas (assurance-vie, 2000-2015).

Les produits d'assurance en unités de compte semblent avoir du mal à afficher de bonnes performances dans tous les pays, en raison surtout du niveau élevé des nombreux frais, qui s'additionnent et dont les épargnants ne sont le plus souvent pas informés.

Ces rendements médiocres, voire négatifs, ont amené les autorités publiques de certains États membres à prendre des mesures pour garantir la transparence des frais et plafonner les frais facturés par certains prestataires de retraite (dans des pays comme le Royaume-Uni, la Roumanie et la Lettonie). Une telle intervention s'avère essentielle, en particulier dans des pays comme le Royaume-Uni où le niveau de vie des retraités dépend essentiellement des régimes de retraite par capitalisation.

Les tableaux suivants détaillent les rendements réels à long terme des principales catégories de produits de retraite et d'investissement à long terme distribués dans les 15 pays européens analysés dans le présent rapport.

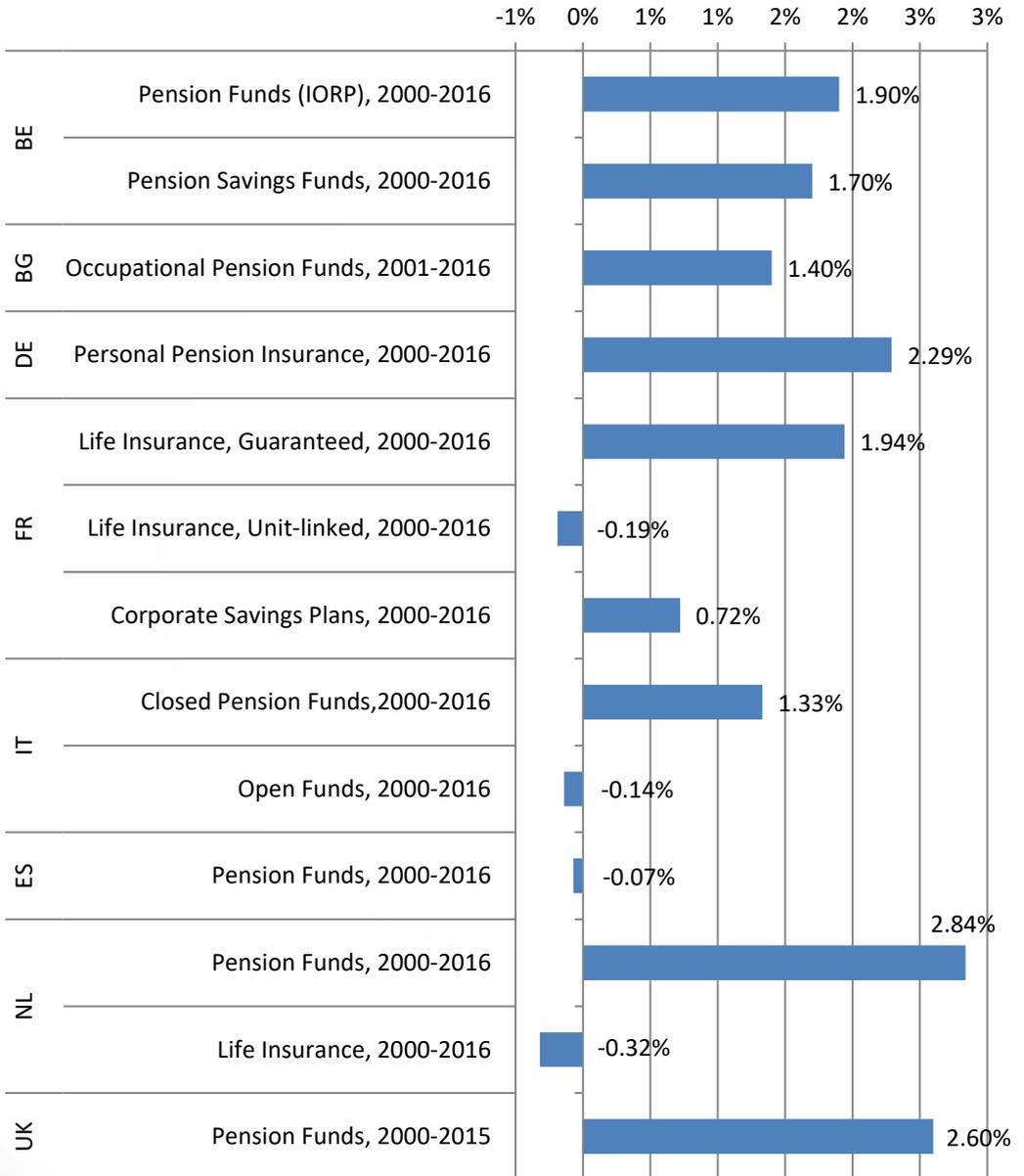
²³ Toutefois, dans les deux cas, les rendements auraient vraisemblablement été plus faibles, mais nous n'avons pas pu trouver de données pour les années précédentes, de 2000 à 2002, période de net repli des marchés boursiers.

²⁴ Nous n'avons pas trouvé de données sur les rendements cumulés antérieurs pour la Bulgarie, l'Estonie, la Lituanie, la Roumanie et la Slovaquie.



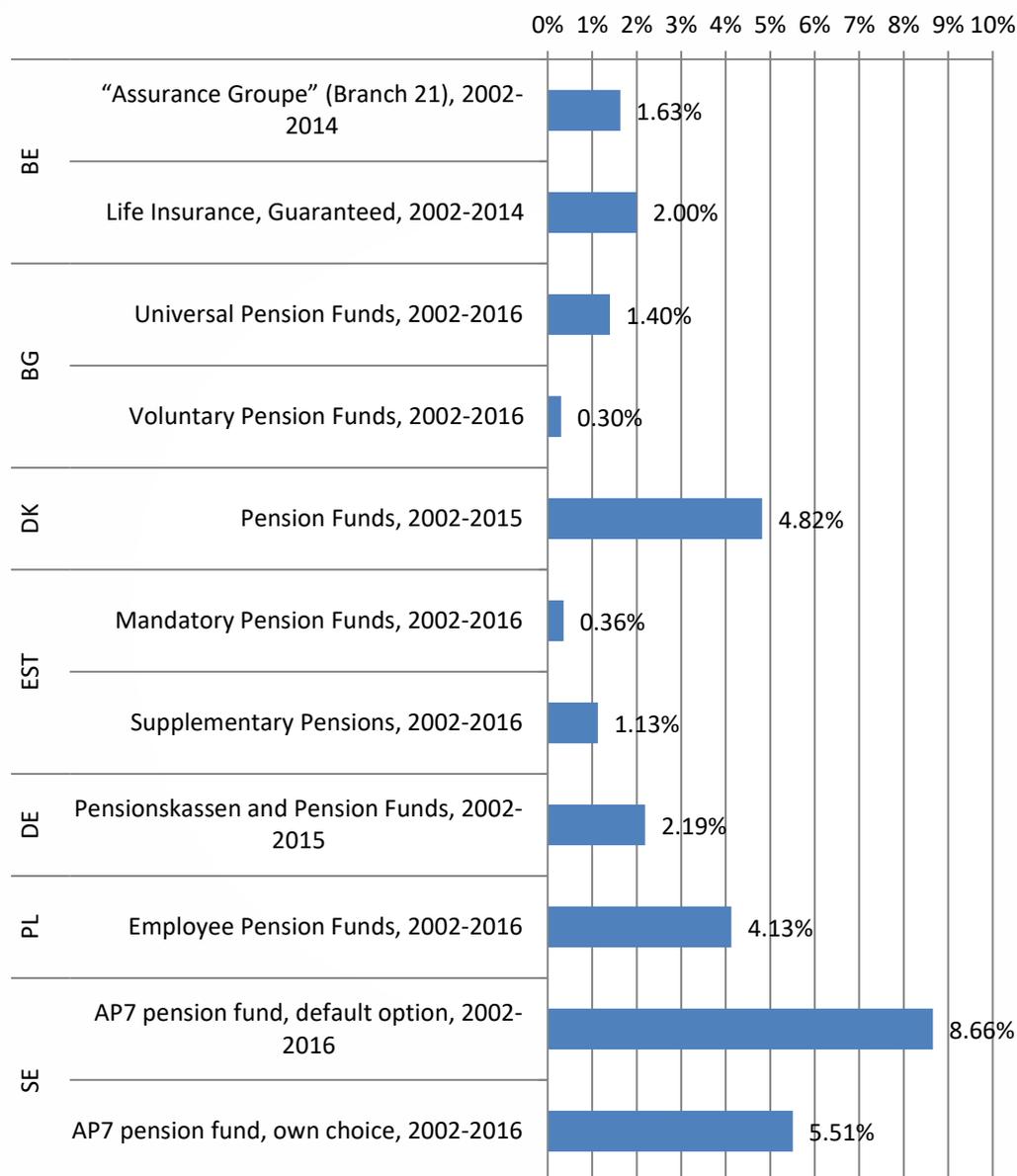


**Graphique EX 3(A) RENDEMENTS RÉELS ANNUALISÉS DE
L'ÉPARGNE-RETRAITE - APRÈS DÉDUCTION DES FRAIS ET DE
L'INFLATION ET DES TAXES - À PARTIR DE 2000/01**



Source: Recherche BETTER FINANCE

Graphique EX 3(B) RENDEMENTS RÉELS ANNUALISÉS DE L'ÉPARGNE-RETRAITE - APRÈS DÉDUCTION DES FRAIS ET DE L'INFLATION ET AVANT IMPÔTS - À PARTIR DE 2002

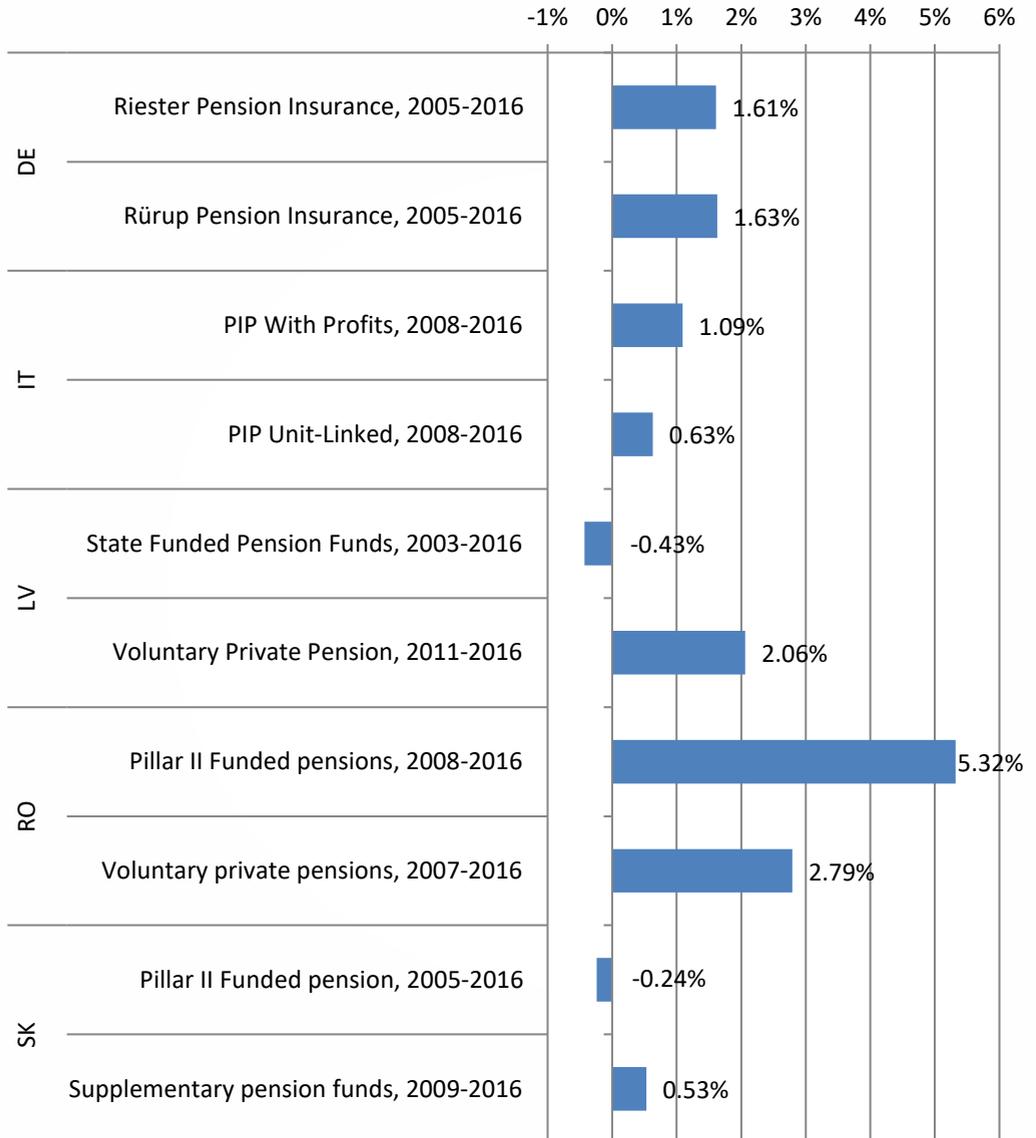


Source: Recherche BETTER FINANCE





**Graphique EX 3(C) RENDEMENTS RÉELS ANNUALISÉS DE
L'ÉPARGNE-RETRAITE - APRÈS DÉDUCTION DES FRAIS ET DE
L'INFLATION ET AVANT IMPÔTS - FONDS LANCÉS PLUS
TARDIVEMENT**



Source: Recherche BETTER FINANCE

Épargne-retraite: Le rendement réel

Édition 2017

Rapport général

Introduction

En juin 2013, BETTER FINANCE a publié un rapport de recherche intitulé « Épargne-retraite : le rendement réel » qui a évalué le rendement des produits d'épargne-retraite personnelle après frais, inflation (rendements « réels ») et – si possible – après impôts. Ce premier rapport décrit par ailleurs les facteurs influençant ces rendements au Danemark, en France et en Espagne, et inclut une description détaillée des instruments d'épargne-retraite disponibles dans chacun de ces pays.

En septembre 2014, BETTER FINANCE a publié l'édition 2014 du rapport de recherche « Épargne-retraite : le rendement réel ». Il inclut des données actualisées pour les trois pays couverts par la première étude ainsi que des données pour cinq nouveaux pays, qui font cette fois-ci l'objet d'une étude détaillée : la Belgique, l'Allemagne, l'Italie, la Pologne et le Royaume-Uni.

L'édition 2015 du rapport de BETTER FINANCE a actualisé les études de cas et les profils nationaux et étendu la couverture à 15 États membres de l'Union européenne, avec l'ajout de la Bulgarie, de l'Estonie, de la Lettonie, des Pays-Bas, de la Roumanie, de la Suède et de la Slovaquie. Ce rapport couvre donc environ 85 % de la population européenne.

Les éditions 2016 et 2017 ont mis à jour les 15 études de cas précédentes sur la base des données les plus récentes disponibles au moment de l'impression. Elles améliorent la couverture des instruments de retraite disponibles, l'objectif étant d'analyser tous les produits utilisés actuellement par les citoyens européens pour épargner en vue de leur retraite. En outre, le rapport passe en revue les tendances récentes sur les marchés de l'épargne à long terme et de l'épargne-retraite.





Cette série de rapports de recherche a montré que si l'on tient compte des frais, de l'inflation et des taxes/impôts, les rendements réels de l'épargne-retraite ont été très faibles tout au long des périodes observées. Il est particulièrement important de mesurer tous les éléments (inflation, frais et taxes) qui réduisent les performances des investissements, surtout dans un contexte de faibles taux d'intérêt, parce que le rendement réel pour l'épargnant peut alors être nettement négatif. À l'heure actuelle, ni les Autorités publiques ni d'autres organismes indépendants ne proposent une approche globale pour la communication de ces informations clés aux épargnants. Le présent rapport de recherche entend donc améliorer la transparence des rendements réels des produits d'épargne à long terme et des produits de retraite en Europe. Cette volonté s'inscrit dans le prolongement de l'initiative actuelle de la Commission européenne visant à améliorer la transparence des performances et des frais dans le secteur financier (dans le cadre de son Plan d'action pour l'union des marchés des capitaux, UMC).

Profils nationaux

Le tableau 1 met en lumière quelques caractéristiques majeures des régimes de retraite dans les pays couverts par la présente étude.

Tableau GR 1. Profils nationaux (à la fin de 2016)

Belgique			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	92	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	22 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	202	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	48 %
Population active	4,9 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	29 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			61 %

Bulgarie			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	5	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	12 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	1	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	1 %
Population active	3,2 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	31 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			-
Danemark			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	181	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	65 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	233	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	84 %
Population active	2,9 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	30 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			66 %
Estonie			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	3	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	15 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	0	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	2 %
Population active	0,7 million	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population)	29 %





active)

Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014		60 %
France		
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	203	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB 9 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	1,718	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB 77 %
Population active	29,2 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active) 31 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014		68 %
Allemagne		
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	813	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB 26 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	963	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB 31 %
Population active	42 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active) 33 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014		50 %
Italie		
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	256	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB 15 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	657	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB 39 %

Population active	25,2 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	36 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			80 %
Lettonie			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	3	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	13 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	0	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	1 %
Population active	1 million	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	30 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			-
Pays-Bas			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	1,425	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	204 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	152	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	22 %
Population active	8,8 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	29 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			96 %
Pologne			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	39	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	9 %
Droits nets des ménages sur les	18	Droits nets des ménages sur les	4 %





réserves d'assurance-vie (en milliards €)		réserves d'assurance-vie, en % du PIB	
Population active	17 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	23 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			53 %
Roumanie			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	7	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	4 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	2	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	1 %
Population active	8,7 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	27 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			-
Slovaquie			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	9	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	11 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	4	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	5 %
Population active	2,7 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	20 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			81 %
Espagne			

Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	168	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	15 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	167	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	15 %
Population active	22,7 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	29 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			90 %
Suède			
Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension (en milliards €)	397	Droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension, en % du PIB	87 %
Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	112	Fonds nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	25 %
Population active	5,1 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	32 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			56 %
Royaume-Uni			
Avoirs de retraite (en milliards €)	3 860	Avoirs de retraite, en % du PIB	163 %
Droits nets des ménages dans les réserves d'assurance-vie (en milliards €)	743	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie, en % du PIB	31 %





Population active	32 millions	Taux de dépendance des personnes âgées (en % de la population active)	28 %
Taux de remplacement net, hommes, % des gains pré-retraite, 2014			29 %

Source: OCDE, Eurostat, Banque mondiale, Office national de statistique du Royaume-Uni

Toute différence avec les données de l'OCDE est due au fait que les données reprises dans ce tableau ne font pas référence aux avoirs des fonds de pension mais aux droits à la pension.

Le taux de dépendance des personnes âgées est un indicateur utile pour mesurer la pression sur les régimes de retraite. Ce taux est 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 travailler²⁵. Ce taux est faible en Slovaquie (20 %) et en Pologne (23 %). C'est en Italie qu'il est le plus élevé (36 %), ce qui signifie que c'est dans ce pays que la pression sur le régime par répartition atteint le niveau maximum. La Bulgarie, le Danemark, la France, l'Allemagne, la Lettonie et la Suède affichent tous des taux de dépendance de 30 % ou plus.

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 retraités²⁶. La base publique (obligatoire) est illustrée par le taux net de remplacement des régimes publics de retraite pour les hommes, en pourcentage des gains pré-retraite, pour l'année 2014, année d'estimation la plus récente. C'est au Pays-Bas que le taux de remplacement est le plus élevé (96 %). L'Espagne suit de près, avec un taux de 90 %. Ces taux restent également assez élevés en Slovaquie (81 %) et en Italie (80 %).

²⁵ Définition Eurostat : <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=tsdde511>

²⁶ Seules les sources financières des revenus de retraite sont prises en compte; les revenus immobiliers ne font pas l'objet de la présente étude.

Les droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension vont d'un minimum de 4 % en Roumanie à un maximum de 204 % aux Pays-Bas. À l'exception des Pays-Bas, de la Suède (87 %) et du Danemark (65 %), ce ratio est inférieur à 30 % dans tous les pays. Cela s'explique par le fait que ces trois pays – ainsi que le Royaume-Uni, pays pour lequel nous avons pu également calculer les avoirs de retraite en pourcentage du PIB (163 %) – 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.

Pour se faire une idée correcte de l'épargne accumulée pour la retraite, il convient toutefois de prendre également en considération un deuxième indicateur : la part des droits nets des ménages sur les réserves et d'assurance-vie, exprimée en pourcentage du PIB. En effet, beaucoup de mécanismes de pension sont organisés dans le cadre juridique des contrats d'assurance-vie, que ce soit pour les pensions du 2^e pilier (régimes de retraite professionnelle et régimes d'entreprise) ou du 3^e pilier (contrats privés individuels). Par exemple, les droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie représentent 84 % du PIB au Danemark et 77 % en France. En outre, dans des pays comme la France, l'assurance-vie est largement utilisée par les ménages pour 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 spécialement conçus pour la retraite, c'est-à-dire que les souscripteurs peuvent effectuer des rachats à tout moment, même s'ils ne sont pas encore à la retraite. Il n'est pas possible de déterminer anticipativement le pourcentage de contrats d'assurance-vie qui sera effectivement utilisé pendant la retraite, mais de nombreux 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 dans les pays d'Europe de l'Est, égal ou inférieur à 5 % en Bulgarie, en Pologne, en Roumanie, en Slovaquie et, dans les pays baltes, en Estonie et en Lettonie.

Dans l'ensemble, les pays analysés dans le présent rapport peuvent être répartis en trois catégories :





- Dans un premier groupe de pays – le Danemark, la Suède, les Pays-Bas et le Royaume-Uni – la somme des actifs (et passifs) des pensions et assurances-vie représente des montants supérieurs au PIB annuel. 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 ainsi environ 15 % du PIB ou moins en Bulgarie, en Estonie, en Lettonie, en Pologne, en Roumanie et en Slovaquie. Dans ces pays, les citoyens seront essentiellement tributaires de la qualité et de la viabilité des mécanismes en place dans le cadre des régimes par répartition.
- Le troisième groupe de pays se situe dans une position intermédiaire. Les fonds de pension et les contrats d'assurance-vie représentent 86 % du PIB en France, 70 % en Belgique, 57 % en Allemagne, 55 % en Italie et 30 % en Espagne. Dans ces pays, les citoyens dépendent autant de la viabilité des régimes par répartition que des rendements de l'épargne-retraite individuelle. Les gouvernements s'attachent donc à renforcer le système de retraite public (en Italie par exemple) et/ou à augmenter et promouvoir l'épargne placée dans des produits de pension privés (comme en Allemagne). Toutefois, lorsque les produits de pension privés ne génèrent que des rendements médiocres, la légitimité de ces efforts est mise en question dans le débat public.

Une des limites du présent rapport est qu'il ne tient pas compte du logement comme avoir pour la retraite. La proportion de ménages propriétaires de leur logement varie énormément d'un pays à l'autre. Elle est par exemple particulièrement faible en Allemagne, où la majorité des ménages sont locataires et où des contrats de prêt-logement ou d'épargne-logement ont été donc été introduits récemment dans le cadre du régime d'épargne-retraite subventionné par l'État. Aujourd'hui, 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 immobilier pour s'assurer un niveau de vie minimum décent.

Toutefois, l'immobilier résidentiel n'est pas nécessairement l'actif le plus intéressant pour assurer sa retraite. En effet, il s'agit d'un actif immobilisé qui ne répond souvent pas aux besoins des personnes âgées, faute d'un large usage des prêts hypothécaires inversés : 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.

Calcul des rendements

Inflation

Plusieurs pays couverts par le présent rapport ont connu des taux d'inflation importants, ce qui a eu un fort impact négatif sur les rendements réels durant la période observée. Il convient de garder à l'esprit que même dans les pays où le taux d'inflation a été modéré, l'effet cumulé à long terme de l'inflation peut se traduire par des pertes considérables en pouvoir d'achat dans le cas d'une épargne-retraite, qui est un investissement à long terme.





Table GR 2. Inflation [in %]

	EU 28	Belgium	Bulgaria	Denmark	Estonia	France	Germany	Italy	Latvia	Netherlands	Poland	Romania	Slovakia	Spain	Sweden	UK
2000	3.5	3.0	11.3	2.4	5.0	1.8	2.2	2.7	1.7	2.9	8.4	40.7	8.4	4.0	1.3	0.8
2001	2.7	1.9	4.8	2.0	4.2	1.5	1.4	2.3	3.2	5.1	3.5	30.3	6.7	2.5	3.2	1.1
2002	2.4	1.3	3.8	2.6	2.7	2.2	1.2	3.0	1.5	3.2	0.8	17.8	3.2	4.0	1.7	1.6
2003	2.1	1.6	5.6	1.2	1.2	2.4	1.1	2.5	3.6	1.6	1.7	14.2	9.4	2.7	1.8	1.3
2004	2.4	2.0	4.0	1.0	4.8	2.2	2.2	2.3	7.3	1.3	4.3	9.3	5.9	3.3	0.9	1.6
2005	2.3	2.8	7.4	2.3	3.7	1.8	2.2	2.0	7.1	2.0	0.8	8.7	3.8	3.7	1.2	1.9
2006	2.2	2.1	6.1	1.6	5.1	1.7	1.4	2.1	6.7	1.7	1.4	4.9	3.7	2.7	1.5	3.0
2007	3.2	3.1	11.6	2.4	9.7	2.8	3.1	2.8	14.0	1.6	4.3	6.7	2.5	4.3	2.5	2.1
2008	2.2	2.7	7.2	2.5	7.5	1.2	1.1	2.4	10.4	1.7	3.3	6.4	3.5	1.4	2.1	3.0
2009	1.5	0.3	1.6	1.1	-1.9	1.0	1.0	1.1	-1.4	0.7	3.9	4.7	0.0	0.9	2.8	2.9
2010	2.7	3.4	4.4	2.8	5.4	2.0	1.7	2.1	2.4	1.8	2.9	7.9	1.3	2.9	2.1	3.6
2011	3.0	3.2	2.0	2.4	4.1	2.7	2.3	3.7	3.9	2.5	4.6	3.2	4.6	2.3	0.4	4.3
2012	2.3	2.1	2.8	1.9	3.6	1.5	2.0	2.6	1.6	3.4	2.1	4.6	3.4	3.0	1.0	2.6
2013	1.0	1.2	-0.9	0.5	2.0	0.8	1.3	0.6	-0.4	1.4	0.6	1.3	0.4	0.3	0.4	2.0
2014	-0.1	-0.4	-2.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.3	-0.1	-0.7	1.0	-0.1	-1.1	0.3	0.5
2015	0.2	1.5	-0.9	0.3	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.4	0.5	-0.4	-0.7	-0.5	-0.1	0.7	0.2
2016	1.2	2.2	-0.5	0.3	2.4	0.8	1.7	0.5	2.1	0.7	0.9	-0.1	0.2	1.4	1.7	1.6

Source : Eurostat (All-items HICP - Annual rate of change), Index, 2015=100

UE-28 – Belgique – Bulgarie – Danemark – Estonie – France – Allemagne- Italie – Lettonie – Pays-Bas – Pologne – Roumanie – Slovaquie – Espagne – Suède – R.-U.

Source- Eurostat (IPCH tous postes – taux de change annuel), indice, 2015=100

Au cours des 17 dernières années, soit de 2000 à 2016, c'est dans les pays d'Europe de l'Est que les taux d'inflation moyens ont été les plus élevés. C'est en Roumanie – et de loin – que le pouvoir d'achat a été le plus sévèrement rabaissé, avec un taux d'inflation moyen annualisé de 9,0 %. Au début des années 2000 surtout, la Roumanie a enregistré des taux d'inflation à double chiffres : 41 % en 2000 et 30 % en 2001. Et ce n'est qu'en 2004 que l'inflation est repassée sous la barre des 10 %. Deux autres pays seulement ont enregistré des taux d'inflation à deux chiffres : la Bulgarie (en 2000 et 2007) et la Lettonie (en 2007 et 2008), ces taux restant cependant toujours inférieurs à 15 %. Dans les autres pays d'Europe de

l'Est, les taux d'inflation moyens annualisés sont restés dans une fourchette comprise entre 4,0 % (Bulgarie) et 2,5 % (Pologne), ce dernier taux avoisinant le taux le plus élevé enregistré (2,2 %) dans un pays d'Europe de l'Ouest pendant la période de référence, à savoir l'Espagne. Ce taux de 2,2 % est à rapprocher du taux d'inflation moyen de l'Union européenne durant cette période. Les pays ayant connu les plus faibles taux d'inflation sont la Suède et l'Allemagne – 1,5 % – suivis de près par la France et le Danemark (1,6 % chacun).

Si aucune tendance à la déflation n'a été observée au cours des neuf premières années du millénaire, l'année 2009 a vu réapparaître des taux d'inflation négatifs, d'abord dans deux États baltes, l'Estonie (-1,9 %) et la Lettonie (-1,4%). Plus récemment, en 2014 et 2015, la déflation a gagné un grand nombre de pays (respectivement 7 et 6 pays). En vue de maintenir les taux d'inflation légèrement sous la barre des 2 %, la Banque centrale européenne a poursuivi une politique monétaire visant à ramener les taux au niveau souhaité. En 2016, les taux d'inflation ont remonté dans tous les pays, sauf en Bulgarie et en Roumanie. Et avec des taux de l'ordre de 2 % en Belgique, en Allemagne, en Suède et au Royaume-Uni, le spectre de la déflation semble s'éloigner.

La baisse de l'inflation observée ces dernières années est allée de pair avec une réduction des déficits publics, comme le montrent les chiffres récents dans le tableau suivant :





Tableau GR 3. Déficit du secteur public et dette publique [en %]

	Déficit du secteur public en % du PIB		Dette publique en % du PIB	
	2015	2016	2015	2016
Belgique	-2,5	-2,6	106,0	N/A
Bulgarie	-1,6	0,0	26,0	29,5
Danemark	-1,3	-0,9	39,5	37,8
Estonie	0,1	0,3	10,1	9,5
France	-3,6	-3,4	95,6	96,3
Allemagne	0,7	0,8	71,2	68,3
Italie	-2,7	-2,4	132,1	132,6
Lettonie	-1,3	0,0	36,5	40,1
Pays-Bas	-2,1	0,4	64,5	61,8
Pologne	-2,6	-2,4	50,2	53,8
Roumanie	-0,8	-3,0	37,3	37,2
Slovaquie	-2,7	-1,7	52,5	51,9
Espagne	-5,1	-4,5	99,8	99,4
Suède	0,3	0,9	44,7	41,2
Royaume-Uni	-4,3	-3,0	88,0	85,4

Source: Eurostat, Recherche BETTER FINANCE

En 2016, la Suède, l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Estonie ont dégagé un excédent budgétaire. L'Allemagne, en particulier, a enregistré un troisième exercice budgétaire excédentaire, et l'Estonie a dégagé un excédent pour la deuxième année consécutive. Le déficit public le plus important, exprimé en pourcentage du PIB, a été observé en Espagne (-4,5%), et ce pour la deuxième année de suite. Trois pays n'ont pas rempli l'exigence du traité de Maastricht en la matière (déficit public prévu ou actuel inférieur à 3 % du produit intérieur brut aux prix du marché) : la Roumanie (-3,0 %), le Royaume-Uni (-3,0 %) et la France (-3,4%), ces deux derniers manquant cet objectif pour la deuxième année consécutive.

Le deuxième critère de Maastricht impose aux autorités publiques de maintenir l'encours de la dette publique en-dessous du plafond théorique de 60 %. Huit pays ont affiché un encours de la dette publique inférieur à ce seuil et sept pays, tous d'Europe de l'Ouest, l'ont dépassé.

Les autorités publiques des Pays-Bas se sont rapprochées de cet objectif (61,8%), grâce à l'excédent budgétaire réalisé.

Composition de l'actif

Une comparaison entre les pays européens fait apparaître des différences frappantes en ce qui concerne la répartition des actifs des fonds de pension, comme le montre le tableau ci-dessous :

Tableau GR 4. Répartition des actifs des fonds de pension, [en % des avoirs totaux]

		Liquidités et dépôts	Créances et obligations	Actions	Autres investissements
Belgique	2005	9,7	25,2	36,3	28,8
Belgique	2010	6,5	42,8	37,7	13,0
Belgique	2015	4,4	43,9	41,8	9,9
Danemark	2005	0,8	56,5	29,2	13,5
Danemark	2010	0,5	70,0	15,5	14,0
Danemark	2015	0,3	63,1	17,8	18,7
Estonie	2005	6,0	54,6	37,4	2,0
Estonie	2010	9,4	47,8	38,6	4,1
Estonie	2015	20,2	48,5	31,0	0,3
Allemagne	2005	3,8	45,7	12,0	38,5
Allemagne	2010	2,5	46,3	4,7	46,5
Allemagne	2015	3,8	53,5	5,0	37,8
Italie	2005	4,7	40,8	15,7	38,9
Italie	2010	5,1	46,1	15,3	33,5
Italie	2015	4,1	49,7	19,5	26,7
Lettonie	2015	17,1	59,5	21,1	2,2
Pays-Bas	2005	2,3	40,8	46,2	10,7
Pays-Bas	2010	2,4	41,9	35,5	20,2
Pays-Bas	2015	2,8	46,5	38,2	12,5
Pologne	2005	4,1	63,4	32,0	0,4
Pologne	2010	3,5	59,4	36,3	0,9
Pologne	2015	6,9	10,4	82,3	0,5
Slovaquie	2010	27,5	70,8	1,4	0,3
Slovaquie	2015	17,4	78,4	1,8	2,4
Espagne	2005	5,0	63,6	21,4	10,0





Espagne	2010	19,3	57,6	12,1	11,0
Espagne	2015	16,7	62,4	11,4	9,4
Suède	2005	1,4	57,7	34,4	6,5
Suède	2010	3,4	71,5	18,3	6,8
Suède	2015	2,2	66,7	18,3	12,8
Royaume- Uni	2005	2,6	22,7	47,7	27,0
Royaume- Uni	2010	3,7	28,5	30,9	37,0
Royaume- Uni	2015	2,4	34,4	20,2	43,0

Source: OECD Global Pension Statistics

Les données relatives à la répartition des actifs présentées dans le tableau ci-dessus incluent les investissements directs en liquidités et dépôts, en créances et obligations, et en actions, ainsi que les investissements indirects dans des fonds communs de placement (fonds d'investissement comme les OPCVM et les FIA²⁷). La catégorie « autres investissements » comprend des actifs tels que les prêts, les terrains et les bâtiments, les fonds spéculatifs et les fonds de placement privés ainsi que d'autres produits structurés (non-alloués).

En Belgique, les créances et les obligations ont constitué la principale catégorie d'investissement en 2015 (57 %). Ce pourcentage a considérablement évolué en dix ans et a plus que doublé depuis 2005 (25%). Toutes les autres catégories d'actifs ont donc vu leur part décliner, surtout les liquidités et les dépôts, ainsi que les autres investissements, qui ont diminué de plus de la moitié.

Le Danemark se caractérise par une prédominance des titres d'entreprise – actions et obligations. La part des obligations d'État est toutefois limitée en raison des faibles déficits publics dans le pays, comme nous l'avons expliqué dans notre première étude. En 2015, environ 80% des actifs des fonds de pension étaient investis dans des obligations et des actions, tandis que la part des liquidités et des dépôts avoisinait le zéro. La répartition globale des

²⁷ FIA : Fonds d'investissement alternatifs, qui sont tous des fonds non-OPCVM

actifs observée au Danemark en 2015, et en particulier le pourcentage des créances, des obligations et des actions, présentait des similitudes avec celle d'un autre pays scandinave étudié dans ce rapport : la Suède (65 % en créances et obligations et environ 18 % en actions).

Les fonds de pension estoniens, lettons, slovaques et espagnols détenaient des pourcentages relativement élevés de liquidités et de dépôts, de l'ordre de 20 % pour l'année 2015. Si les fonds de pension des deux États baltes se caractérisaient également par une forte exposition sur les actions (Estonie: 31 %, Lettonie: 21 %), les fonds espagnols en détenaient nettement moins (10 %) et les fonds slovaques pratiquement aucun.

En Allemagne, les fonds communs de placement occupent une place prépondérante dans les actifs des fonds de retraite. Les fonds de pension se caractérisent également par la part importante des prêts dans les actifs, dont près de la moitié sont octroyés à des salariés des entreprises. La part investie dans les actions est la deuxième plus faible de tous les pays analysés : 5%. Il convient de garder à l'esprit que les données de l'OCDE globalisent les *Pensionskassen* et les fonds de pension plus risqués mais moins distribués.

En Italie, la moitié des actifs des fonds de pension était investi dans des créances et des obligations en 2015. Les ménages investissaient traditionnellement beaucoup dans les obligations d'État italiennes mais ils ont progressivement diminué leur exposition sur cette catégorie de produits, une tendance compensée par un recours croissant aux fonds d'investissement institutionnels, entre autres les fonds de pension²⁸.

Aux Pays-Bas, les actifs se répartissent de manière plus ou moins égale entre les obligations et créances d'une part, et les actions d'autre part. En 2015, la part des créances et des obligations a été légèrement supérieure à celle des actions (47 %), alors que c'était l'inverse dix ans plus tôt (46% d'actions).

²⁸ Zicchino, Lea; Alemanno, Andrea; « Italians are no Longer Bond People »; OED Insights; No. 5; July 2017.





En Pologne, les actions représentaient 82% des actifs du PFE en 2015, la part de cette catégorie d'actifs ayant bondi au cours de ces dernières années (de 32 % en 2005 à 82 % en 2015). La part des créances et des obligations y était la moins importante parmi tous les pays couverts par le rapport et le déclin de cette catégorie d'actifs a été inversement proportionnel au boom des actions, les liquidités et les dépôts restant, quant à eux, stables tout au long de la période de référence.

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 toutefois diminué entre 2005 et 2015, passant de 47 % à 20 %. Cette tendance est allée de pair avec un recours croissant à d'autres actifs (non-alloués), lesquels peuvent inclure encore des actions, et un pourcentage croissant d'obligations et de créances.

Dans la plupart des pays, la période 2005-2015 a été marquée par un déclin des actions et une augmentation des instruments de dette publique dans la répartition des avoirs des fonds de pension, une tendance due en partie aux plus-values latentes suite à la diminution historique des taux d'intérêt²⁹.

Performance des actifs

Marchés des actions

Les rendements des actions sont par essence volatils à court terme et doivent donc être évalués sur un horizon long. Les calculs des rendements réels présentés dans le présent rapport remontent à 2000 au plus tôt. Nous avons donc aussi examiné l'évolution des performances des marchés des actions au cours de cette période. D'une manière générale, le XXI^e siècle s'est ouvert sur l'une des périodes baissières les plus marquées de l'histoire et ces années ont aussi connu, outre le cycle baissier de 2007-2008, deux cycles haussiers plus durables, de 2003 à 2006 et de 2009 à 2016.

²⁹ Une diminution des taux d'intérêt sur le marché se traduit par une augmentation de la valeur de marché des produits obligataires à taux fixe détenus par les investisseurs.

Tableau GR 5. Rendements historiques des marchés des actions, moyenne annuelle

		Rendement nominal	Rendement réel
Europe	(2000-2016)	2,1%	0,1%
Belgique	(2000-2016)	2,8%	0,9%
Bulgarie	(2006-2016)	-11,7%	-14,2%
Danemark	(2000-2016)	9,8%	8,1%
Estonie	(2003-2016)	7,2%	3,9%
France	(2000-2016)	1,2%	-0,3%
Allemagne	(2000-2016)	2,1%	0,6%
Italie	(2000-2016)	-1,0%	-2,9%
Lettonie	(2005-2016)	3,1%	-0,6%
Pays-Bas	(2000-2016)	2,2%	0,3%
Pologne	(2001-2016)	2,8%	0,8%
Roumanie	(2006-2016)	3,2%	-0,4%
Slovaquie	(2000-2016)	8,2%	4,7%
Espagne	(2000-2016)	2,3%	0,1%
Suède	(2000-2016)	3,3%	1,8%
Royaume-Uni	(2000-2016)	2,9%	0,9%

Source: Indices MSCI (rendements nets), OMX Baltic Riga, Slovaquie SAX, Eurostat

Tous les indices utilisés sont des indices de rendement total (indices de valeur), sauf pour la Lettonie et la Slovaquie : indices de prix (dividendes non inclus)

Il n'a pas été possible d'examiner les performances des actions dans chaque pays couvert par le présent rapport pour toute la période de 17 ans, car les indices boursiers nationaux n'étaient pas toujours disponibles. En ce qui concerne les pays pour lesquels ces rendements étaient connus, la plupart ont retrouvé leurs rendements nominaux du début du millénaire et ont même affiché des rendements clairement positifs. Le seul pays ayant affiché un rendement moyen négatif en termes nominaux tout au long de la période observée est l'Italie, avec -1,0 %. L'autre pays dont le marché des actions a affiché un rendement moyen négatif est la Bulgarie. Les performances y ont été particulièrement médiocres et les pertes considérables (-11,7 % en moyenne), mais pendant une période plus courte, de 11 ans. C'est au Danemark que le marché des actions a





enregistré les meilleurs résultats, avec un gain moyen annuel avoisinant les deux chiffres (9,8 %), suivi par les marchés boursiers slovaque – 8,1 % – et estonien (7,2%), mais sur un horizon plus réduit (14 ans). Les autres pays ayant enregistré des rendements nominaux positifs sur leurs marchés boursiers sont restés loin de ce trio de tête, les performances moyennes se situant entre 3,3 % (pour la Suède) et 1,2 % (pour la France).

Comme nous l'avons expliqué plus tôt, l'inflation peut avoir un impact important sur les rendements réels à long terme. Ce sont les pays d'Europe de l'Est qui en ont le plus souffert. Si l'on observe les rendements sur les marchés d'actions ajustés en fonction de l'inflation (rendements « réels »), on constate que les taux de rendement élevés enregistrés en Slovaquie et en Estonie ont été pratiquement rabaissés de moitié (4,7 % et 3,9 %), alors que les rendements restaient très bons sur le marché danois des actions : 8,1 % en termes réels. Si les rendements sont restés stables, à 1,8 %, en Suède, les marchés boursiers belge, britannique, polonais et allemand n'ont que légèrement progressé en termes réels (entre 0,9 % et 0,6 %). Les marchés néerlandais, espagnol, français et roumain ont pratiquement fait du surplace en termes réels, les rendements moyens étant même légèrement négatifs en France et en Roumanie (-0,3 % et -0,4 %). L'Italie a enregistré un rendement réel moyen franchement négatif – près de -3 % par an – alors que le marché roumain des actions a perdu en moyenne 14,2 %, une fois l'inflation prise en compte.

Les indices boursiers utilisés dans le Tableau GR6 sont toutefois des indices étroits, qui ne reprennent que les grandes capitalisations, en général pas plus de quelques dizaines d'actions, et n'incluent aucune petite ou moyenne capitalisation. Des indices plus larges sont nécessaires pour mieux refléter l'évolution des rendements sur tous les marchés boursiers européens. Ces indices larges incluent les petites et les moyennes capitalisations, dont les performances ont été nettement supérieures à celles des « valeurs vedettes » au cours de ces 17 dernières années. Par conséquent, dans les différents pays, les rendements des marchés d'actions « élargis » ont été nettement supérieurs (ainsi, le rendement réel du marché d'actions « élargi » français, repris dans le Graphique FR I, a été

nettement positif). Malheureusement, ces indices boursiers nationaux larges sont moins connus et ne sont pour la plupart disponibles que depuis peu en Europe.

Si l'on s'en tient exclusivement à 2016, l'année la plus récente, on constate que, dans l'ensemble, les bourses européennes ont poursuivi leur progression. Les actions danoises n'ont cependant pas suivi durablement cette tendance à la hausse et ont clairement décroché – -13,8 % en termes réels – après une excellente année 2015 (+37,4 %). Deux autres pays seulement ont enregistré des performances négatives en termes réels : l'Italie (-8,2 %) et la Belgique (-6,9%). Les plus forts gains de performances réelles ont été enregistrés par les actions bulgares (+25,6 %), alors qu'elles occupent le bas du classement pour toute la durée de la période de référence, suivies par les roumaines (+18,1 %) et les britanniques (+17,3 %) qui se classent respectivement en deuxième et troisième position pour l'année 2016.

L'analyse des rendements cumulés à l'échelon européen ainsi que dans les différents pays couverts par le présent rapport (voir études de cas de la France, de l'Allemagne, de l'Espagne et du Royaume-Uni) montre que les indices larges ont affiché des performances nettement supérieures à celles des indices plus connus – les indices étroits de grandes capitalisations ou de « valeurs vedettes » (Stoxx Europe 50, FTSE 100, DAX 30, IBEX 35, CAC 40).

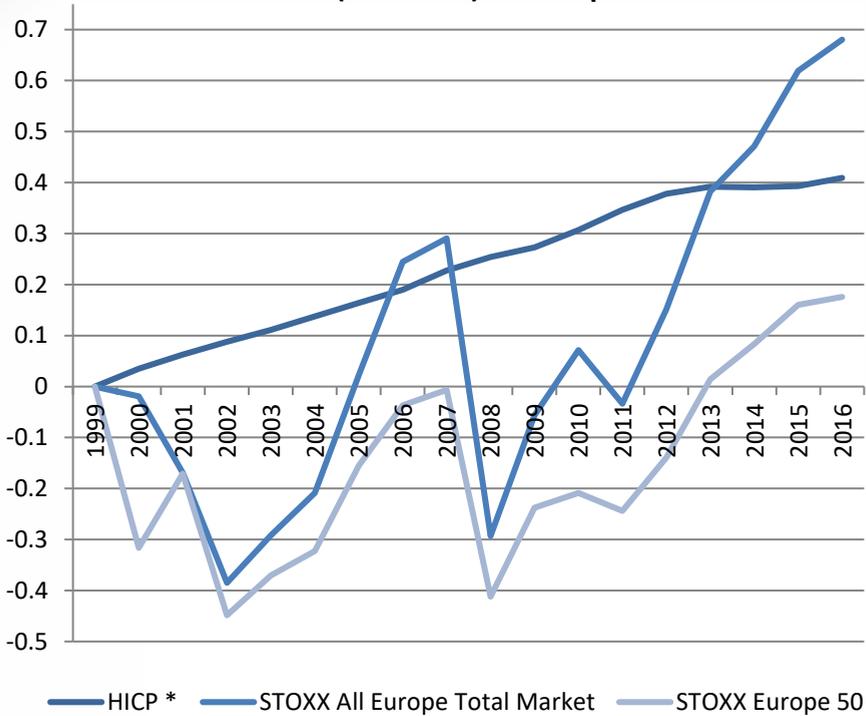
Le graphique ci-dessous compare l'évolution de l'indice large STOXX All Europe Total Market qui se compose de 1 466 actions européennes (au 23 juin 2017)³⁰ et celle du Stoxx Europe 50, un indice nettement plus étroit.

³⁰ <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=TE1P>. Aucune donnée disponible pour l'année 2000. Pour refléter l'évolution, nous avons utilisé les performances de l'indice plus étroit MSCI Europe TR (Net) (446 actions au 31 mai 2017) pour cette année.





Graphique GR I - Performances cumulées de l'indice large (STOXX All Europe Total Market) et de l'indice étroit (STOXX 50) en Europe



IPCH

Sources: BETTER FINANCE, calculs basés sur STOXX Limited et Eurostat

Au terme de notre période de référence de 17 ans, la différence de rendement au niveau européen atteint pas moins de 50,5 % en faveur de l'indice large. En outre, si les performances de l'indice étroit (17,6 %) ont été nettement inférieures au taux d'inflation cumulé de ces 17 dernières années (40,9 %), les indices boursiers européens larges signent pour cette période une performance positive en termes réels, avec un gain cumulé de 68,0 %.

Marchés des emprunts d'État

Comme nous l'avons déjà expliqué plus haut, il importe de rappeler qu'une baisse des taux d'intérêt se traduit par une augmentation du cours (valeur du marché) des obligations, ce qui a eu un impact positif sur les encours des fonds de pension. En contrepartie, la capacité d'offrir une bonne rémunération aux nouvelles émissions a été réduite.

Le tableau suivant présente les rendements de six grands marchés obligataires européens au cours de la période 2000-2016:

Tableau GR 6. Rendements historiques des marchés obligataires, moyenne annuelle

		Rendement nominal	Rendement réel
Belgique	(2000-2016)	5,7%	3,6%
France	(2000-2016)	5,3%	3,6%
Allemagne	(2000-2016)	5,1%	3,5%
Italie	(2000-2016)	5,6%	3,6%
Pays-Bas	(2000-2016)	5,2%	3,3%
Espagne	(2000-2016)	5,6%	3,3%
Royaume-Uni	(2000-2016)	6,0%	3,9%

Source: Barclays (All Maturities Indices), Eurostat

Les rendements moyens nominaux des marchés européens des emprunts d'État ont été stables tout au long de la période de référence, allant de 6,0 % (Royaume-Uni) à 5,1 % (Allemagne). Les rendements moyens réels se sont situés dans une fourchette plus étroite encore, avec à nouveau le Royaume-Uni en tête avec un rendement de 3,9 % et les Pays-Bas en queue de peloton à 3,3 %. Si les marchés d'actions affichent habituellement de meilleurs résultats à long terme, les différents marchés d'emprunts d'État examinés aux fins de cette recherche ont enregistré entre 2000 et 2016 des performances supérieures aux marchés d'actions, comme le montre le Tableau 6.

En 2016, la plupart des marchés obligataires ont affiché des performances dans la lignée de leur moyenne à long terme, à l'exception des marchés

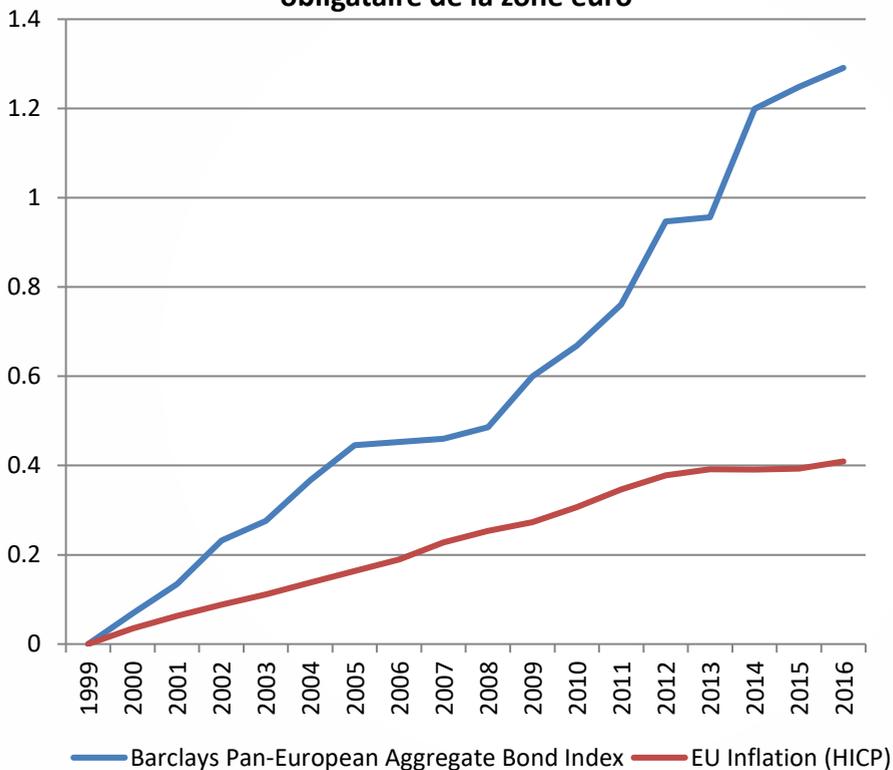




obligataires du Royaume-Uni et d'Italie. Si les emprunts de l'État britannique ont affiché un rendement réel exceptionnel de 9 %, les obligations d'État italiennes ont fait pratiquement du surplace, après déduction de l'inflation (0,3 %).

Le graphique qui suit montre l'évolution des rendements obligataires européens cumulés à long terme, représentés par Barclays Pan-European TR Index:

Graphique GR II - Performances cumulées de l'indice obligataire de la zone euro



Inflation européenne (IPCH)

Source: BETTER FINANCE, étude basée sur les données de Barclays

Au cours des 17 dernières années, les obligations européennes ont affiché dans l'ensemble des rendements nominaux nettement positifs, et clairement supérieurs à ceux des actions européennes. Ces bons résultats s'expliquent par la baisse continue des taux d'intérêt obligataires au cours de la période de référence. L'on peut toutefois se demander si cette tendance observée dans le passé se poursuivra vu que les taux d'intérêt ont aujourd'hui atteint un niveau plancher.

Le Graphique GR II montre que cette période a en effet été particulièrement favorable à la classe des obligations, comme en témoigne la surperformance considérable par rapport à l'inflation européenne au fil du temps.

Compétences du gestionnaire de portefeuille/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. Les fonds d'investissement jouent aujourd'hui un rôle important dans la composition des actifs des produits de pension et il est donc intéressant de comparer les performances de ces fonds à celles de leurs indices de référence respectifs.

Le rapport annuel « SPIVA » de Standard & Poor's mesure le pourcentage de fonds actifs qui ont battu leur indice de référence. Le tableau ci-dessous montre les résultats du dernier Tableau de bord SPIVA Europe à la fin de l'année 2016 :

Tableau GR 7. Pourcentage de fonds d'actions européens battant leur indice de référence					
Catégorie de fonds	Indice de comparaison	1 an (2016)	3 ans (2014-2016)	5 ans (2012-2016)	10 ans (2007-2016)
Données en euros					
Actions européennes	S&P Europe 350	20	26	26	12





Actions de la zone euro	S&P Eurozone BMI	20	16	12	10
Actions françaises	S&P France BMI	33	33	22	16
Actions allemandes	S&P Allemagne BMI	12	22	20	18
Actions italiennes	S&P Italie BMI	39	36	42	24
Actions espagnoles	S&P Spain BMI	34	33	30	18
Actions hollandaises	S&P Pays-Bas BMI	38	18	6	3
Données en monnaies locales					
Actions britanniques	S&P Royaume-Uni BMI	13	38	50	26
Actions danoises	S&P Danemark BMI	97	78	79	20
Actions polonaises	S&P Pologne BMI	31	48	46	22
Actions suédoises	S&P Suède BMI	45	77	55	46

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Morningstar.

Les rendements indiqués se basent sur les taux de fonds ayant une pondération identique. La performance de l'indice est basée sur le rendement total.

Les derniers chiffres pour l'année 2016 montrent une nouvelle fois qu'une grande majorité de fonds ne parviennent pas à battre leurs indices de référence respectifs, à l'exception des fonds danois. En ce qui concerne les

fonds investissant dans des actions européennes, seulement 20 % des fonds ont réussi à dépasser leur indice, le S&P Europe 350. Au niveau des pays, les plus mauvais résultats ont été enregistrés en Allemagne et au Royaume-Uni, où seuls respectivement 12 % et 13 % des fonds sont parvenus à faire mieux que l'indice de référence national. Les fonds des pays nordiques ont enregistré une évolution plus favorable. Si 45 % des fonds investis dans des actions suédoises ont dépassé leur indice, presque tous les fonds investissant dans des actions danoises ont battu leur indice de référence national (97 %).

Pour les produits d'épargne-retraite, il est important que les rendements restent positifs à long terme. Or, le Tableau de bord « SPIVA » Europe révèle des sous-performances sur une période de 10 ans, l'horizon le plus long pour lequel ces données sont disponibles. Les performances des fonds par rapport à leur indice de référence tendent à se détériorer sur le long terme. Sur 10 ans, seulement 12 % des fonds investissant dans des actions européennes ont battu leur indice de référence et pratiquement aucun fonds investissant dans des actions hollandaises n'a réussi à dépasser son indice de référence (3 %). Seuls les fonds investissant en Allemagne et au Royaume-Uni affichent généralement des performances relativement meilleures à long terme que pour la seule année 2016. Les fonds investis dans des actions suédoises restent stables, battant leur indice dans un peu moins de la moitié des cas (46 %). Le Tableau de bord « SPIVA » révèle en outre que les fonds à gestion active ont, eux aussi, enregistré des résultats nettement en-deçà de leur indice sur les marchés les moins performants³¹. Ces données ne permettent toutefois pas de tirer des conclusions définitives car elles concernent une période trop courte, n'incluant pas plus de deux périodes cycliques : les marchés d'actions ont cédé beaucoup de terrain en 2008 et 2009, avant de se rétablir progressivement jusqu'en juin 2017, avec deux brèves sous-périodes de recul dans la plupart des pays. De précédentes études ont montré que les fonds d'investissement battent

³¹ S&P Dow Jones Indices (2017): Tableau de bord SPIVA® Europe, fin 2016, avril 2017.





généralement leurs indices de référence lorsque les marchés sont à la baisse et qu'ils se font devancer en période haussière.³²

S'agissant d'un horizon plus long et plus particulièrement dans le cas de l'épargne-retraite, une récente étude³³ livre des résultats pertinents pour des fonds de pension britanniques gérés par 35 gestionnaires sur une période de 30 ans (1980-2009). Les « poids lourds » ont affiché des performances supérieures à celles de leurs indices respectifs (mentionnés sur le prospectus), mais sur toute leur durée de vie, ils ont fait moins bien que les emprunts d'État. De la même façon, la spécialisation des gestionnaires de portefeuille dans l'univers des investissements s'avère générer des rendements annuels moyens supérieurs, sans que les performances soient supérieures sur le long terme. D'une manière plus générale, l'étude a montré que les moyennes arithmétiques annuelles ne constituent pas des indicateurs appropriés pour refléter les performances à long terme calculées sous la forme de rendements composés géométriques selon une méthodologie similaire à celle utilisée dans la présente étude. Les auteurs ont également mis en évidence que les fonds plus récents affichent des performances supérieures à celles des fonds plus anciens, qui sont moins soumis à la pression compétitive en raison du montant des frais facturés à la sortie, au profit d'un fonds affichant de meilleures performances.

Frais d'investissement

L'étude initiale de BETTER FINANCE et ses rapports suivants n'ont pas abouti à des observations très différentes sur l'opacité et le poids des frais. Ceux-ci sont souvent très complexes et loin d'être harmonisés entre les différents fournisseurs de prestations de retraite. Les consommateurs ont donc beaucoup de mal à comprendre et à évaluer parfaitement l'impact des frais sur leur produit de retraite. D'une manière générale, ces frais sont

³² IODS (2014) : Study on the Performance and Efficiency of the EU Asset Management Industry, étude pour le compte de la Commission européenne (DG marché intérieur et services) et du Groupe des utilisateurs de services financiers (FSUG), août 2014

³³ Anastasia Petraki et Anna Zalewska (avril 2014), « With whom and in what is it better to save? Personal pensions in the UK », document de travail du Centre for Market and Public Organisation, University of Bristol.

plus élevés sur les produits de pension individuels que sur les fonds de pension professionnelle car les employeurs sont mieux placés que les particuliers pour négocier avec les fournisseurs concurrents de prestations de retraite.

Pour remédier à cette complexité, certains fournisseurs de prestations de retraite – par exemple certains mécanismes d’auto-affiliation au Royaume-Uni – ont instauré un système de frais fixes par membre, ce qui pénalise malheureusement les travailleurs à bas salaires. Un rapport de 2013 de l’Office of Fair Trading (Bureau britannique de la concurrence) a épinglé le manque de transparence et de comparabilité des frais réclamés aux affiliés à des fonds de pension au Royaume-Uni : divers frais s’ajoutent aux frais de gestion annuels (FGA) 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.

Suite à l’étude de l’OFT, le Département britannique du travail et des retraites a publié un règlement, qui est entré en vigueur le 6 avril 2015³⁴. Celui-ci plafonne à 0,75 % les frais de gestion annuels frappant les mécanismes par défaut utilisés par les employeurs pour satisfaire à leur obligation d’auto-affiliation. Ce plafond s’applique à la plupart des frais, à l’exclusion des coûts de transaction. Les fonds et régimes « exposés à un risque élevé de faible rentabilité » ont par ailleurs fait l’objet d’un audit. Celui-ci a révélé qu’environ un tiers des régimes et fonds examinés imposaient des frais de gestion annuels supérieurs à 1 % et qu’un nombre élevé d’épargnants devaient s’attendre à s’acquitter de frais de sortie de l’ordre de 10 % s’ils souhaitaient opter pour un fonds plus performant. En outre, depuis octobre 2017, en ce qui concerne les régimes de retraite professionnelle, les frais de sortie anticipée ne peuvent dépasser 1 % de la participation bénéficiaire et aucun nouveau frais de sortie ne peut être facturé aux affiliés qui ont rejoint ce régime après le 10 octobre 2017.

³⁴ <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2015/8/contents/enacted>





Le Royaume-Uni reste certes à la pointe du progrès en la matière, mais l'introduction de frais transparents, limités et comparables fait l'objet d'un débat dans plusieurs pays examinés dans le présent rapport.

Taxation

Le modèle général appliqué aux produits de retraite est généralement celui de la taxation différée : les cotisations sont déduites du revenu imposable et les pensions sont soumises à l'impôt sur le revenu ou, le plus souvent, à un taux d'imposition plus favorable. Plusieurs pays sont actuellement en phase de transition et appliquent une taxation différée proportionnelle avant le passage définitif au modèle de la taxation entièrement différée.

Le régime EET – « taxation du régime de retraite caractérisé par l'exonération des cotisations, l'exonération des revenus de investissements et plus-values de l'institution de retraite et la taxation des prestations au titre de l'impôt sur les personnes physiques³⁵ » – prévaut dans les pays couverts par le présent rapport. Les exceptions à ce modèle sont rares. La Pologne par exemple, applique la règle inverse : les cotisations sont payées à partir du revenu imposable tandis que les pensions sont exonérées d'impôts. Les IKSE, les comptes d'épargne-retraite individuels, sont ici la seule exception au régime TEE. En Suède, les pensions sont taxées à ces trois niveaux (régime EEE), la seule exception étant la déductibilité partielle des cotisations au régime de retraite professionnelle. En outre, en Bulgarie – et en Slovaquie pour les régimes par capitalisation, le régime EEE est encore plus favorable puisque les pensions inférieures à des montants prédéfinis, ne sont pas du tout taxées.

En général, l'épargnant peut demander la liquidation au moins partielle du capital accumulé, en un montant global – versement unique – à l'âge de la retraite. Nos calculs des rendements nets après taxation reposent sur l'imposition la plus favorable et sur base de l'hypothèse selon laquelle l'épargnant demande la liquidation du montant global maximum autorisé.

³⁵ Définition de l'OCDE: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=5225>

Les produits d'épargne utilisés comme préparation de 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, même si des hausses successives du taux des prélèvements sociaux sur le revenu nominal tendent à réduire les rendements de ces investissements.

Le tableau suivant donne un aperçu des principales règles de taxation appliquées au niveau national :





Tableau GR 8. Aperçu des principales règles de taxation appliquées dans les Profils nationaux

Belgique	<ul style="list-style-type: none">● Les cotisations sont fiscalement déductibles du revenu imposable jusqu'à concurrence de limites prédéfinies ;● Pas de taxation pendant la phase d'accumulation du capital ;● 2^e pilier : taxation en phase de versement selon l'origine des cotisations ; à majorer des impôts locaux ;● 3^e pilier: taxation en phase de versement, à l'âge de 60 ans, à majorer des impôts locaux
Bulgarie	<ul style="list-style-type: none">● Régime EEE;● Cotisations annuelles exonérées d'impôts jusqu'à concurrence de 10 % du revenu imposable annuel.
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 uniques sont exonérés).
Estonie	<ul style="list-style-type: none">● Les systèmes par capitalisation sont taxés conformément au régime EET, avec quelques règles spécifiques (déductions) pour les versements ;● Les retraites complémentaires sont taxées conformément au régime EET.
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 des prélèvements sociaux. Pas de déductibilité fiscale pour les contrats d'assurance-vie;● Taxation en phase de retraite (avec parfois des abattements fiscaux).
Allemagne	<ul style="list-style-type: none">● Régime EET, en phase de transition vers la taxation différée ;● Les cotisations sont déductibles pour les produits de pension sponsorisés jusqu'à concurrence des plafonds prescrits ;● Taxation au taux d'imposition du revenu des personnes physiques en phase de versement pour les produits de pension sponsorisés.
Italie	<ul style="list-style-type: none">● Régime ETT, cotisations déductibles jusqu'à concurrence des plafonds prescrits ;● Les sommes accumulées sont taxées à 20 % (12,5 % pour les revenus des obligations d'État) pendant la phase d'accumulation du capital ;

	<ul style="list-style-type: none"> ● Taxation en phase de versement de 9 à 15 %.
Lettonie	<ul style="list-style-type: none"> ● 2^e pilier – Les retraites financées par l’État ne sont pas imposées pendant la phase de versement et d’accumulation du capital. Les pensions sont soumises à l’impôt sur le revenu des personnes physiques, mais il existe un minimum non imposable ; ● 3^e pilier – Les retraites privées volontaires sont généralement taxées de la même façon que les retraites du 2^e pilier, mais pour la phase de cotisation, il existe de plafonds de déduction.
Pologne	<ul style="list-style-type: none"> ● Régime TEE pour les cotisations aux programmes de pension des travailleurs (PPE) et aux comptes de retraite individuels (IKE). Les cotisations aux comptes d’épargne-pension individuels (IKZE) sont fiscalement déductibles jusqu’à concurrence de certains plafonds (régime EET) ; ● 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 - 10 %.
Roumanie	<ul style="list-style-type: none"> ● Régimes par capitalisation : les cotisations et les plus-values sont exonérées d’impôts mais les pensions supérieures à un certain montant sont soumises à l’impôt des personnes physiques ; ● Régimes de retraite volontaire : les cotisations sont fiscalement déductibles jusqu’à concurrence d’un certain montant, les revenus des investissements sont exonérés d’impôts et les retraites sont soumises à l’impôt sur les revenus des personnes physiques.
Slovaquie	<ul style="list-style-type: none"> ● Les régimes par capitalisation ne sont généralement pas imposés (régime EEE) ; ● Les retraites complémentaires relèvent du régime EET mis à part certaines exceptions et règles spécifiques.
Espagne	<ul style="list-style-type: none"> ● Régime EET : les cotisations sont fiscalement déductibles jusqu’à concurrence de certains plafonds ; ● Pas de taxation pendant la phase d’accumulation du capital ; ● Les versements sont taxés différemment, selon qu’ils soient versés sous la forme de rentes périodiques ou d’un capital versé en une fois.
Suède	<ul style="list-style-type: none"> ● Les cotisations aux régimes de retraite professionnelle peuvent être en partie déduites de l’impôt mais les cotisations aux régimes de retraite individuels sont imposées ; ● Les revenus des investissements sont soumis à l’impôt de base sur les bénéfiques, au taux de 15 % ; ● Les versement sont généralement soumis à l’impôt sur le revenu.
Pays-Bas	<ul style="list-style-type: none"> ● Régime EET ; ● Les cotisations aux fonds de pension sont fiscalement déductibles ; ● Taxation pendant la phase de versement au taux de l’impôt sur le revenu des personnes physiques.





**Royaume-
Uni**

- Régime EET ;
- Abattements fiscaux pour les cotisations en cas de choix pour la rente périodique ;
- Les versements sont taxés comme des revenus. Le Royaume-Uni applique actuellement trois taux marginaux.

Source: Préparé par BETTER FINANCE

Conclusion

Ce rapport de recherche a pour objectif général de fournir un aperçu du rendement réel des retraites privées dans les 15 États membres analysés. Les rendements nets après frais, commissions, inflation et taxation sont essentiels pour protéger le pouvoir d'achat du revenu des épargnants à leur retraite. Malheureusement, les informations sur ces rendements réels sont rares et sont même en train de se détériorer. D'où le présent rapport qui se base sur une approche globale et cohérente utilisant toutes les données individuelles et historiques disponibles dans le but d'améliorer la transparence de rendements réels obtenus par les citoyens de l'UE qui épargnent pour leur retraite, tout en proposant des simulations sur ces rendements. Il convient de garder à l'esprit la diversité du paysage européen des retraites et le manque de données disponibles, qui ne facilitent pas la présentation de conclusions directes. Ainsi, dans la plupart des pays examinés dans le présent rapport, les fonds de pension sont généralement proposés sous forme de plans à cotisations déterminées, alors que désormais, les fonds allemands, et la majorité des fonds belges, relèvent des régimes à prestations déterminées.

Tableau GR 9. Rendements annuels réels des produits de retraite personnelle (avant impôt)

Belgique	Fonds de pension (IRP [1]), 2000-2016: +1,90% « Assurance Groupe » (Branche 21), 2002-2014: +1,63% Fonds d'épargne-pension, 2000-2016: +1,70% Assurance-vie, capital garanti, 2002-2014: +2,00%
Bulgarie	Fonds universels, 2002-2016: +1,40% Fonds de pension professionnelle, 2001-2016: +1,40% Fonds de pension volontaire, 2002-2016: +0,30%
Danemark	Fonds de pension, 2002-2015: +4.82%
Estonie	Fonds de pension légal, 2002-2016: +0,36% Fonds de pension complémentaire, 2002-2016: +1,13%
France	Assurance-vie, capital garanti, 2000-2016: +1,94% Assurance-vie, en unités de compte, 2000-2016: -0,19% Plans d'épargne d'entreprise, 2000-2016: +0,72%





Allemagne	Pensionskassen & Fonds de pension, 2002-2015: +2,19% Assurance pension Riester, 2005-2016: +1,61% Assurance pension Rürup, 2005-2016: +1,63% Plans de pension individuels, 2000-2016: +2,29%
Italie	Fonds de pension fermés, 2000-2016: +1,33% Fonds de pension ouverts, 2000-2016: -0,14% PIP avec participation aux bénéficiaires, 2008-2016: +1,09% PIP en unités de compte, 2008-2016: +0,63%
Lettonie	Système de pension financé par l'État, 2003-2016: -0,43% Pension privée volontaire, 2011-2016: +2,06%
Pologne	Fonds de retraite des salariés, 2002-2016: +4,13%
Roumanie	Régimes par capitalisation du 2 ^e pilier 2008-2016: +5,32% Régime de pension privée volontaire, 2007-2016: +2,79%
Slovaquie	Fonds de pension du 2 ^e pilier, 2005-2016: -0,24% Fonds de pension complémentaire, 2009-2016: +0,53%
Espagne	Fonds de pension (moyenne pondérée), 2000-2016: -0,07%
Suède	Fonds de pension professionnelle AP7, option par défaut 2000-2016 +8,66% Fonds de pension professionnelle AP7, choix personnel d'autres fonds ou d'un autre fonds, 2000-2016 +5,51%
Pays-Bas	Fonds de pension, 2000 - 2016: +2,84% Assurance-vie, 2000 - 2016: -0,32%
Royaume-Uni	Fonds de pension, 2000-2015, +2,6%

Source: Recherche BETTER FINANCE

[1] Fonds de pension professionnelle selon la définition et la portée de la directive européenne sur les institutions de retraite professionnelle (IRP) »

Cette mise à jour de l'étude initiale de BETTER FINANCE met en évidence une amélioration des rendements réels de l'épargne-retraite sur la période 2000-2016 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 la période plus longue prise en

compte, à savoir de 2000 à 2016, lorsque les données étaient disponibles. Sur le long terme, les rendements réels ont été en moyenne assez faibles et inférieurs à ceux des marchés financiers (actions et obligations).

En France, l'épargne-retraite par le biais de l'assurance-vie, qui est largement utilisée dans ce pays, a affiché des rendements positifs en ce qui concerne les contrats avec capital garanti et des rendements négatifs en ce qui concerne les contrats libellés en unités de compte.

Parmi les pays couverts par l'étude, l'Italie et le Royaume-Uni sont deux exemples opposés en termes d'options de politique choisies par les gouvernements pour remédier aux 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 préserver le régime public par répartition malgré des tendances démographiques très défavorables. En conséquence, les rendements médiocres des plans individuels de retraite n'auront qu'un impact limité sur les taux de remplacement des revenus des retraités.

Au Royaume-Uni en revanche, les pensions sont beaucoup plus tributaires des régimes par capitalisation. Le gouvernement a mis en œuvre un mécanisme d'auto-affiliation pour étendre les prestations des fonds de pension à la plupart des travailleurs. Toutefois, les frais excessifs supportés par les adhérents aux fonds de pension ont amené les pouvoirs publics à prendre des mesures pour améliorer la transparence et limiter les frais réclamés par les fournisseurs de prestations de retraite.

Tout comme en Italie, les tendances démographiques sont très défavorables en Allemagne et le gouvernement a donc mené plusieurs réformes pour promouvoir l'épargne-retraite des particuliers. Les dernières réformes concernent essentiellement le régime de retraite professionnelle mais ont aussi un impact sur le régime Riester, très critiqué, avec un relèvement des prestations.

En Espagne, la promotion des régimes de retraite professionnelle et des plans de retraite individuels est un phénomène récent. Les prestations des





plans de retraite individuels et des fonds de pension sont taxés selon la formule favorable EET, mais les informations communiquées aux individus sont largement insuffisantes. Au cours de la période de 17 ans, les fonds de pension livrent des rendements voisins de zéro en termes réels.

Seule une petite minorité de Polonais participent à des régimes de prévoyance d'entreprise et à des plans de retraite individuels parce que ces produits/régimes sont de création récente. Ceux qui ont participé à des fonds de pension d'entreprise ont bénéficié d'un taux de rendement annuel substantiel, de l'ordre de 4 %. 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 peu d'entre eux sont sans doute conscients de ce risque.

Les fonds de pension des Pays-Bas se classent parmi ceux ayant affiché les rendements les plus élevés au cours de cette période de 17 ans, avec +2,8 % alors que les compagnies d'assurance ont perdu 0,3 % en termes réels au cours de la même période.

C'est en Roumanie que les régimes de retraite par capitalisation ont enregistré les meilleurs résultats, avec un rendement réel élevé, de 5,3 % avant impôts, mais sur une période de 9 ans seulement. Même si leurs performances n'ont atteint que la moitié de celles des régimes par capitalisation, les régimes volontaires ont eux aussi affiché des résultats clairement positifs sur 10 ans (+2,8%).

En Slovaquie, les retraites capitalisées ont affiché des rendements négatifs en termes réels (-0,2 %) sur une période de 12 ans, alors que les régimes complémentaires ont été légèrement positifs sur 8 ans, 0,5 %.

En Bulgarie, les fonds de pension universels, professionnels et personnels sont tous parvenus à générer des rendements réels positifs – entre 0,1 % et 0,8 %, emmenés par un régime EEE très favorable.

Dans les États baltes, les retraites complémentaires ont pu générer des rendements positifs (Estonie 1,1% et Lettonie 2,0%) avant impôts, alors que

les retraites par capitalisation ont été proches de zéro en Estonie et ont accusé des pertes en termes réels en Lettonie.





Recommandations

1. Restaurer et harmoniser la communication des performances passées pour tous les produits d'épargne-retraite et d'investissement à long terme :

- Réintroduire la communication standardisée des performances passées des produits d'investissement de « détail », et la comparaison de celles-ci à celles d'indices de référence objectifs (comme l'imposait jusqu'en 2017 la directive OPCVM IV et le règlement DICI de 2010³⁶ pour tous les fonds d'OPCVM), à savoir les rendements historiques à long terme après inflation, après déduction de tous les frais facturés aux investisseurs et, si possible, après impôts ;
- La période de la communication des performances passées doit être cohérente avec l'horizon du produit d'investissement : elle est actuellement de minimum 10 ans pour les fonds d'OPCVM ; elle doit donc être plus longue pour les produits de pension.
- La totalité des frais et commissions – directs et indirects – doit être communiquée à l'investisseur final.
- Communication de l'état de capitalisation, le cas échéant.
- Communication des possibilités et des conditions de transfert/de sortie, dans un langage simple.
- Étendre le principe du DIC³⁷ des PRIIPs³⁸ (document d'information succinct standardisé, rédigé dans un langage simple) à tous les produits d'épargne-retraite et d'investissement à long terme – fonds de pension, actions et obligations.

2. Mettre rapidement en œuvre le « Plan d'action pour l'union des marchés des capitaux » de la Commission européenne de septembre

³⁶ Mais abrogé le 8 mars 2017 par le règlement délégué de la Commission (UE) 2017/653, complétant le règlement (UE) n° 1286/2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPs)

³⁷ DIC: Document d'informations clés (le résumé pour les fonds d'OPCVM actuel est le « DICI » : document d'informations clés pour l'investisseur)

³⁸ PRIIPs: Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

2015. La Commission demandera «aux autorités européennes de surveillance (AES), en vertu de l'article 9 des règlements qui les instituent, de travailler sur la transparence des produits de retraite et des produits de détail à long terme et d'analyser leur performance nette réelle et les frais appliqués. »

3. L'UE devrait accélérer ses efforts pour améliorer sa proposition relative à un plan paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP) afin de protéger enfin le pouvoir d'achat à long terme de l'épargne de toute une vie des citoyens européens. Il s'agirait de l'option « investissement par défaut » :

- avec une option par défaut vraiment simple (suffisamment pour qu'il soit possible d'y souscrire sans conseils ni de frais et commissions y afférents), à faible coût et vraiment sûre ;
- avec des options alternatives gratuites, y compris des investissements directs dans des obligations et des actions notées en bourse – conformément aux objectifs de l' « Union des marchés des capitaux » – et pour permettre aux citoyens européens d'obtenir une pension et un rendement à long terme décent ;
- avec un régime fiscal équivalent, comparable à celui des produits de retraite individuels du pays.

4. Simplifier, normaliser et rationaliser la gamme d'offres de produits :

- Limiter l'utilisation de fonds non-OPCVM (les quelque 20 000 FIA) dans tous les produits de retraite et d'investissement à long terme packagés vendus aux épargnants et aux investisseurs particuliers.
- Réduire le nombre excessif d'OPCVM offerts dans l'UE.
- Veiller à ce que les AES obtiennent et utilisent pleinement leurs compétences d'intervention sur les produits et puissent ainsi interdire tous les produits d'investissement potentiellement toxiques destinés aux investisseurs de détail.
- Demander que les AES veillent à ce que les investisseurs de détail européens aient pleinement accès aux produits d'investissement à





frais réduits, comme les actions, les obligations et les fonds indiciels négociables en bourse (conformément à l'initiative UMC de l'UE).

5. Mettre en place des marchés paneuropéens de rentes aux particuliers qui soient transparents, concurrentiels et standardisés, et donner aux épargnants plus de liberté de choisir entre les rentes et les retraits en capital (mais après avoir imposé un seuil minimum pour une pension minimum garantie après la retraite).
6. Améliorer la gouvernance des régimes collectifs en imposant qu'au moins la moitié de l'organe de surveillance du régime de pension soit désignée directement par les participants au régime de pension.
7. Aligner le prix des produits d'investissement sur les intérêts des épargnants, mettre un terme aux conseils biaisés au niveau du point de vente et garantir l'offre de conseils compétents sur les placements à long terme, y compris les actions et les obligations ; octroyer davantage de compétences aux autorités de surveillance afin qu'elles puissent interdire la distribution de produits d'investissement toxiques aux particuliers.
8. Garantir un traitement spécial, par le biais de règlements prudentiels (en particulier Solvabilité II), à tous les produits de retraite et de placement à long terme afin de permettre une répartition judicieuse des actifs.
9. Appliquer, à l'échelon paneuropéen, un régime fiscal qui améliore l'attrait de l'épargne et de l'investissement à long terme en vue de la retraite plutôt que la consommation et l'épargne à court terme. Des produits paneuropéens comme les FEILT et les PEPP ne gagneront pas en popularité s'ils bénéficient pas du traitement fiscal le plus favorable déjà octroyé à de nombreux autres produits d'investissement à long terme sponsorisés à l'échelon national. La TTF (taxe sur les transactions financières) doit être réexaminée afin qu'elle remplisse son objectif, à savoir taxer les transactions des institutions financières (les plus importantes étant, de loin, celles du Forex, suivies par les transactions sur produits dérivés) au lieu de celles de l'économie réelle (en particulier

les transactions individuelles et celles des investisseurs finaux en actions et en obligations d'entreprise). À cette fin, une taxe sur les activités financières (TAF) serait sans doute plus adaptée.

10. Intégrer les bases des mathématiques financières (taux d'intérêt et rendements composés, rentes) et des marchés financiers (actions et obligations) dans les cursus scolaires ; imposer aux institutions financières de fournir à leurs clients des informations sur les actions et les obligations (et non uniquement sur les produits « packagés » associés à des frais excessifs) et faire en sorte qu'une partie de leurs efforts d'éducation financière soient guidés par des organismes indépendants.





Épargne-retraite: le rendement réel

Édition 2017

Étude de cas : France

Introduction

En 2016, la valeur des avoirs financiers détenus par les ménages français a augmenté de 1,8 %. Les contrats d'assurance-vie et les dépôts bancaires restent les deux principales catégories de produits d'épargne financière dans les portefeuilles des ménages français. Le total des encours des contrats d'assurance-vie a augmenté de 3,2 % en 2016, pour atteindre 1 718 milliards d'euros, tandis que les contrats de rentes différées³⁹ ont enregistré une hausse de 3,7 % passant de 196 à 203 milliards d'euros, représentant encore qu'une très petite part des avoirs financiers détenus par les ménages :

Tableau FR 1. Avoirs financiers des ménages français à la fin 2016

	% de l'épargne financière totale	2016/2015
Dépôts bancaires et en devises	30,1 %	4,1 %
Fonds d'investissement	6,1 %	-15,0 %
Assurance-vie	36,1 %	3,2 %
Fonds de pension	4,3 %	3,5 %
Investissements directs (détention directe d'obligations et d'actions)	23,5 %	3,7 %
Total	100,0 %	1,8 %

Source: Banque de France, Comptes nationaux financiers

³⁹ Les contrats de rentes différées incluent les plans d'épargne retraite populaires (PERP), les produits de pension pour les indépendants (« contrats Madelin ») ou les agriculteurs, les plans de pension collectifs sectoriels (« Préfon » pour les fonctionnaires et « CRH » pour le personnel hospitalier) et les plans de pension d'entreprise, soit à prestations déterminées (« article 39 »), soit à cotisations déterminées (« Article 83 » et « PERCO »).





Régimes et instruments de retraite

Contrats d'assurance-vie

Entre 2013 et 2016, les provisions mathématiques des contrats en unités de compte ont augmenté davantage que celles des « contrats en euros » (contrats avec garantie de capital) et leur part du total des provisions mathématiques s'est légèrement accrue, pour passer de 17 % à 19 %. Cette augmentation est due à la fois aux plus-values et aux collectes nettes (cotisations moins prestations versées). En France, les contrats en unités de compte ont représenté 30 % des collectes nettes de l'assurance-vie en 2013, 33 % en 2014, 59 % en 2015 et 82 % en 2016.

Tableau FR 2. Provisions mathématiques (en milliards d'euros)

	2013	2014	2015	2016	2016/2013	2016/2015
Contrats avec capital garanti	1195	1235	1269	1287	8 %	1,4 %
Contrats en unités de compte	239	259	282	304	27 %	7,8 %
Tous les contrats	1433	1494	1549	1591	11 %	2,7 %

Source: FFSA

La seule innovation récente a été la création d'un nouveau type de contrat d'assurance-vie, « Eurocroissance », un contrat qui ne garantit pas le capital investi en cas de rachat dans les huit ans de la souscription. Ce nouveau type de contrat est censé inciter les épargnants à accepter un niveau de risque plus élevé à court terme en contrepartie d'un rendement potentiel à long terme plus élevé, par exemple via une exposition accrue sur le marché des actions. À la fin 2015, 59 % des assureurs proposaient des contrats Eurocroissance. Toutefois, à la fin 2016, seuls 141 000 contrats à hauteur de 1,4 milliard de provisions mathématiques avaient été souscrits⁴⁰. Le peu de succès rencontré par ce type de contrat s'explique, du moins en partie, par les taux d'intérêt historiquement bas qui limitent considérablement les perspectives de rendement décent. Depuis 2016, les assureurs sont

⁴⁰ Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

autorisés à transférer les plus-values non-réalisées de leurs actifs aux contrats Eurocroissance.

Contrats de rentes différées

Plan d'épargne retraite populaire (PERP⁴¹)

Grâce à la hausse des cotisations et au faible montant des prestations versées jusqu'à présent,⁴² les provisions mathématiques des PERP ont augmenté, passant de 7,5 milliards en 2011 à 14,2 milliards d'euros en 2015 et de 16,2 milliards d'euros en 2016 (+13,6 %). Toutefois, la part des PERP dans l'épargne totale des ménages français reste très faible.

Le nombre de souscriptions n'a que légèrement augmenté en 2012 (2,18 millions de plans; +1,5 %), en 2013 (2,22 millions; +2 %), en 2014 (2,28 millions; +3 %), en 2015 (2,34 millions; +2,5 %), et en 2016 (2,40 millions; +2,5 %).

« Contrats Madelin » souscrits par les indépendants

Les provisions mathématiques des « Contrats retraite Madelin » ont augmenté de 7,9 % en 2016, pour atteindre 33,7 milliards d'euros⁴³. À la fin 2016, on dénombrait 1 217 millions de contrats en cours (+2,8 %). Les contrats Madelin sont largement utilisés par les indépendants car le régime par répartition est moins généreux (et les cotisations moins élevées) que pour les employés.

« Contrats Madelin agricoles »

Les réserves techniques des « Contrats Madelin agricoles » ont augmenté de 4,1 % en 2016, pour atteindre 5,2 milliards d'euros. Au total, 317 000 agriculteurs avaient un contrat Madelin en cours à la fin 2016.

⁴¹ *Plan d'épargne retraite populaire*. Source, FFA, Fédération française de l'Assurance.

⁴² Le cadre juridique des PERP a été créé en 2003.

⁴³ Source: FFA





Plans individuels à rentes différées

Le **Préfon**, un plan à rentes différées ouvert à tous les fonctionnaires actuels et anciens et à leur conjoint, comptait 400 000 adhérents à la fin 2015 (+1,6 % par rapport à 2014). Ses avoirs en gestion atteignaient 16 milliards d'euros (valeur de marché) à la fin 2015⁴⁴, contre 12,9 milliards d'euros à la fin 2012.

Le **Corem**, un plan à rentes différées souscrit principalement par des fonctionnaires, comptait 397 515 adhérents à la fin 2016 (tout comme en 2015 mais en hausse par rapport à 2012 – 391 623 fin 2012). Ses avoirs en gestion sont passés de 7.6 milliards d'euros à la fin 2012 à 10 milliards d'euros (valeur de marché) à la fin 2016⁴⁵.

La **CRH** (« Complémentaire Retraite des Hospitaliers »), un plan à rentes différées ouvert à tous les fonctionnaires du secteur de la santé et à leur conjoint, compte 356 000 adhérents. Ses réserves techniques s'élevaient à 4 milliards d'euros⁴⁶. Nous n'avons pas pu trouver d'autres données plus précises.

Rentes collectives différées

Au total, les provisions mathématiques ont augmenté de 5 %, passant de 108.8 milliards d'euros à la fin 2015 à 114,3 milliards d'euros à la fin 2016.

Les provisions mathématiques des régimes d'entreprise de type assurance à cotisations déterminées – au titre de l'article 83 du code français des impôts (« PER Entreprises ») s'élevaient à 54,9 milliards d'euros à la fin 2016.

Les provisions mathématiques des régimes à prestations déterminées (article 39 du Code Général des impôts) étaient de 41,1 milliards à la fin 2016.

⁴⁴ En août 2017, *Préfon* n'avait pas publié ses résultats pour 2016.

⁴⁵ Avoirs et adhérents combinés Corem et « R1 », un régime de retraite fermé lié au Corem.

⁴⁶ Source: *Guide d'information CRH* du CGOS – 2017.

Plans d'épargne entreprise à long terme

Les avoirs totaux placés dans les plans d'épargne entreprise français à cotisations déterminées (PEE⁴⁷ + PERCO) ont continué d'évoluer à la hausse en 2016, pour atteindre 122,5 milliards d'euros à la fin de l'année (+4 % par rapport à l'année précédente). Le nombre d'adhérents à ces plans est stable (plus de 10 millions) mais la cotisation moyenne a augmenté et en 2016, ces plans ont bénéficié une fois encore des tendances favorables du marché.

Le Plan d'épargne retraite collectif (PERCO), exclusivement dédié aux placements de retraite, reste moins développé que les autres plans de retraite, car il a été lancé en 2004. Il continue toutefois à enregistrer une croissance rapide. Son encours en gestion s'élevait à 12,2 milliards d'euros à la fin 2015, et à 14 milliards d'euros à la fin 2016 (soit une croissance annuelle de 9 %). 213 000 entreprises proposent ce type de plan à leurs salariés.

Le PERCO présente quelques similitudes, au niveau de sa structure, avec les plans de retraite d'entreprise (« 401k ») américains. Il n'est toutefois pas placé dans des fonds d'investissement généralistes, comme des fonds d'OPCVM mais uniquement dans des fonds d'investissement alternatifs (FIA) dédiés – les Fonds communs de placement d'entreprise (FCPE).

Frais

L'épargne financière des ménages français a considérablement reculé en 2011 et en 2012 ; en 2012, l'épargne financière nette s'est élevée à 27 milliards d'euros, contre 157 milliards d'euros en 2010. L'épargne financière est remontée en 2013 (82 milliards d'euros), 2014 (121 milliards), 2015 (118 milliards) et 2016 (119 milliards) sans toutefois renouer avec les niveaux enregistrés avant la crise financière. Grâce aux pressions concurrentielles visant à attirer des fonds d'investissement de détail, les rendements des

⁴⁷ PEE: Dans le Plan d'épargne entreprise, l'épargne est généralement bloquée pendant une période de minimum un an.





contrats d'assurance-vie avec capital garanti ont moins diminué que les taux d'intérêt du marché.

Les données disponibles sur les frais annuels moyens sur les produits d'épargne sont rares en France. En 2013, le montant global des frais sur des fonds d'actions s'élevait à 1,8 % des actifs en 2013⁴⁸. À eux seuls, ces frais apparaissent déjà relativement élevés : les frais moyens sur les fonds n'étaient, pour tous les fonds actifs domiciliés au Royaume-Uni (fonds d'actions et tous les autres fonds) que de 0,92 % en 2015 (1,38 % pour les fonds de détail et 0,69 % pour les fonds institutionnels).⁴⁹

Les frais annuels moyens des contrats d'assurance à capital garanti avec participation (« fonds en euros ») sont d'environ 0,8 %⁵⁰, un pourcentage qui n'inclut cependant pas les frais sous-jacents et la participation bénéficiaire.

Les contrats d'assurances en unités de compte cumulent les frais des unités de compte (fonds d'investissement) et ceux du contrat. Ces derniers représentent à eux seuls 0,95 % des frais annuels moyens sur les encours⁵¹. Par conséquent, pour les contrats d'assurance en unités de compte investissant dans des fonds d'actions, le total des frais annuels moyens est estimé à 2,75 % (1,8 % + 0,95 %). Plus de la moitié des fonds d'investissement constituant l'épargne économique des ménages français sont des contrats d'assurance en unités de compte.

Ces frais moyens sont très élevés: si l'on prend pour hypothèse que le rendement moyen des fonds d'actions a été similaire à celui du marché français des actions (voir ci-dessous), les frais cumulés d'un investissement réalisé à la fin 1999 et détenu pendant 15 ans auraient dépassé les 40 %.

Taxation

⁴⁸ Source: La Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF - n° 13 - Juin 2015

<http://www.lafinancepourtous.com/html/IMG/pdf/Lettre-AMF-juin-2015.pdf>

⁴⁹ Source: UK Financial Conduct Authority – Asset Management Market Study, novembre 2016 <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-interim-report.pdf>

⁵⁰ Source : tousurmesfinances.com, novembre 2016

⁵¹ Source: Dossiers de l'épargne n°152, 2014

Les cotisations des PERP, des contrats Madelin et des régimes de retraite des employés du secteur public (*Préfon, Corem, CRH*), sont déductibles du revenu imposable jusqu'à concurrence de 10 % de l'ensemble des revenus professionnels, le montant déductible étant soumis à un plafond (30 432 euros en 2016). Les rentes sont taxées comme les pensions, avec une décote fixe de 10 %. Elles sont également soumises à un prélèvement social qui est actuellement de 8,432 %.

En août 2012, le taux du forfait social pour les plans d'épargne entreprise (PEE et PERCO) et les plans à cotisations déterminées (« Article 83 ») est passé de 8 % à 20 %.

L'augmentation générale de la taxation de l'épargne a également eu un impact sur l'assurance-vie. La loi du 29 février 2012 a fait passer le taux des « prélèvements sociaux » de 13,5 % à 15,5 %⁵². Ce nouveau taux s'applique, depuis le 1^{er} janvier 2012, aux revenus du patrimoine et aux revenus des capitaux mobiliers, et, depuis le 1^{er} juillet 2012, aux intérêts, dividendes et plus-values immobilières. Ainsi, l'assurance-vie est aujourd'hui taxée à 23 % minimum (7,5 % pour les gains et 15,5 % pour les prélèvements sociaux). Ce taux s'applique à tout retrait supérieur à 4 600 euros par an pour les isolés et 9 200 euros pour les couples. En dessous de ces seuils, le taux de taxation minimum redescend à 15,5 %.

Rendements des pensions

Actions et obligations (investissement direct dans des valeurs mobilières)

En 2016, le marché français des actions (dividendes réinvestis) a généré un rendement de 8,6 % (indice CAC GR all tradable). Sur ces 17 dernières années (de fin 1999 à fin 2016), son rendement global (toutes actions) atteint 68,3 %, (soit un rendement annuel moyen de 3,11 %), mais les grandes capitalisations (indice CAC 40, qui inclut les dividendes réinvestis) ont affiché un rendement bien inférieur, 42,3 % (moyenne annuelle

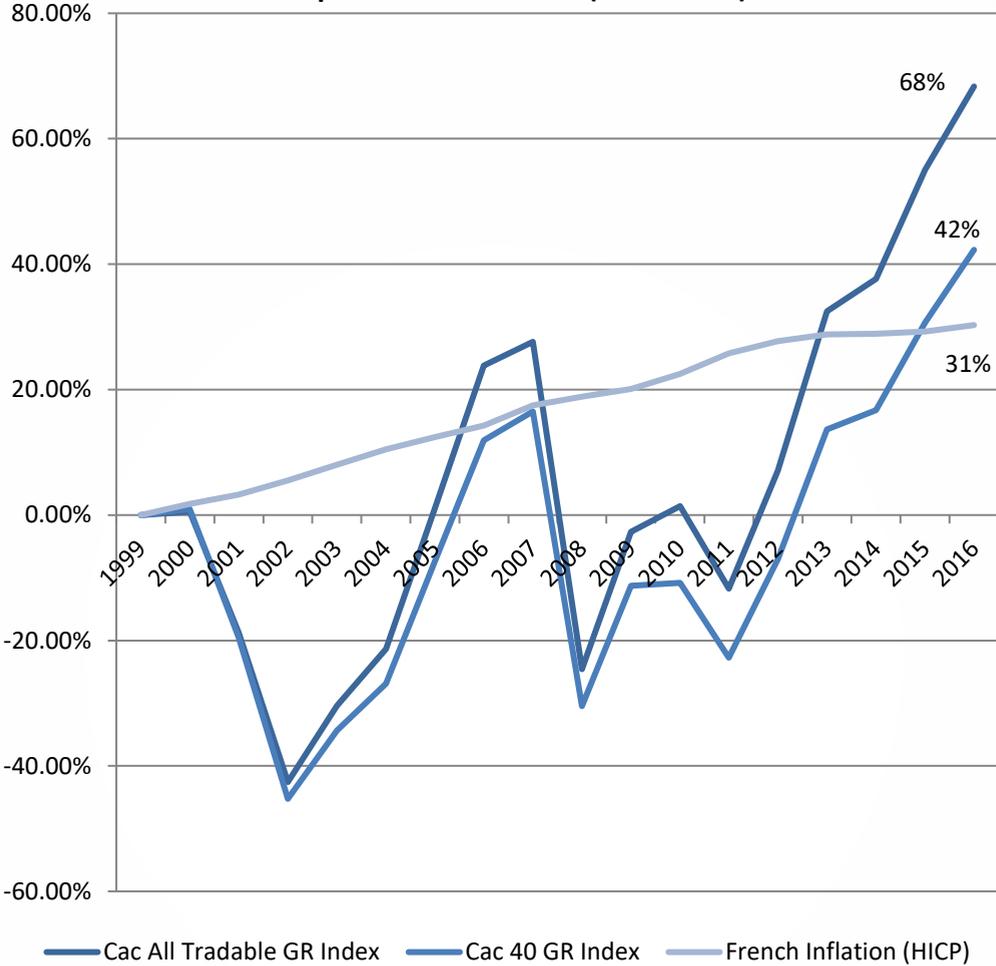
⁵² Loi de finance rectificative du 29 Février 2012 : LOI n° 2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012





2,09 %), ce qui met en avant les très bons résultats des petites et des moyennes capitalisations. Au cours de cette même période, l'inflation a été de 30 % (moyenne annuelle : 1,57 %). Ainsi, en dépit de deux périodes de net repli (2000-2002 et 2007-2008), les actions françaises ont généré des rendements positifs tout au long de la période, tant en termes nominaux qu'en termes réels, mais les performances réelles (après inflation) des actions les plus liquides ne sont positives que depuis 2015.

Graphique FR I. Performances du marché français des actions : indice large et grandes capitalisations - comparaison sur 17 ans (2000-2016)

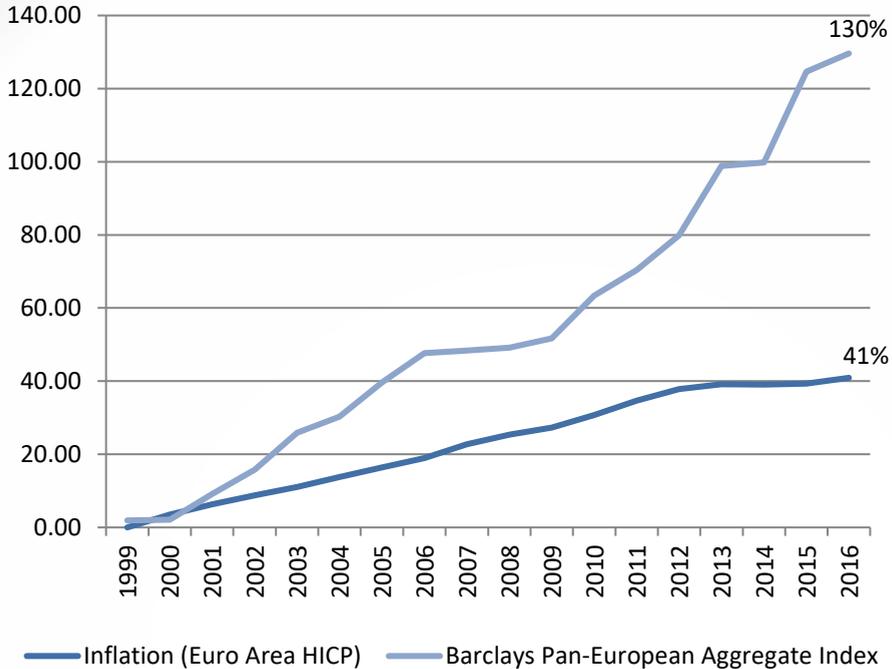


Sources: Euronext, Eurostat





Graphique FR II Performances des obligations de la zone Euro - évolution sur 17 ans (2000-2016)



Sources: Barclays et Eurostat

Les marchés euro-obligataires ont continué à afficher des performances positives en 2016 (+1,91 %), emmenés par la politique d'assouplissement qualitatif de la Banque centrale européenne. Dans l'ensemble, les marchés de capitaux ont généré des rendements clairement positifs⁵³ au cours de ces dix-sept dernières années, en dépit de deux périodes de net repli des marchés d'actions, grâce à la poursuite de la baisse des taux d'intérêt et de l'impact positif de cette baisse sur la valeur des obligations.

⁵³ Il s'agit bien sûr de rendements hors frais et avant taxation. Les produits d'investissement les plus similaires seraient les fonds indiciels utilisant les mêmes indices au cours de la même période. À titre indicatif, les frais annuels pour le FNB indiciel Lyxor CAC40 s'élèvent à 0,25 %. Il en va de même pour Vanguard Euro Government Bond Index Fund.

Contrats d'assurance-vie à capital garanti

Les rendements réels des contrats d'assurance-vie à capital garanti ont beaucoup diminué en 2016 en raison de l'impact combiné d'une nouvelle chute des taux d'intérêt et d'un léger retour de l'inflation. Ces rendements (0,7 %) doivent être évalués selon une perspective à long terme : les dernières données disponibles de l'enquête INSEE sur le patrimoine des ménages montrent que les contrats d'assurance-vie en cours étaient en moyenne ouverts depuis 10 ans et que 32 % l'étaient depuis plus de 12 ans.⁵⁴

Sur une période de 17 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.

Dans le cas le plus favorable, celui où les épargnants ne prélèvent pas plus de 4 600 euros par an (voir section sur la taxation ci-dessus), les rendements réels après taxation sont plus favorables (0,8 % en 2016 et 30 % de rendements cumulés sur les 17 dernières années).

⁵⁴ Christophe Benne, Alain Peuillet, « *L'assurance-vie en 2010: Une composante majeure du patrimoine des ménage* », INSEE Première n° 1361, juillet 2011.





Tableau FR 3. Les rendements des contrats français d'assurance-vie avec capital garanti (en %)

	Rendement déclaré	Rendement réel avant taxation	Rendement réel après taxation	Rendement réel après taxation *
2000	5,3	3,5	2,7	3,1
2001	5,3	3,8	3,1	3,5
2002	4,8	2,6	2,0	2,3
2003	4,5	2,1	1,4	1,8
2004	4,4	2,1	1,5	1,8
2005	4,2	2,4	1,6	1,9
2006	4,1	2,4	1,6	1,9
2007	4,1	1,3	0,5	0,8
2008	4	2,8	2,0	2,3
2009	3,6	2,6	1,8	2,1
2010	3,4	1,4	0,7	1,0
2011	3	0,3	-0,3	-0,1
2012	2,9	1,3	0,7	0,9
2013	2,8	1,9	1,3	1,5
2014	2,5	2,4	1,8	2,0
2015	2,3	2,0	1,5	1,6
2016	1,9	1,1	0,7	0,8

* pour les rachats inférieurs à 4 600 euros par an

Source: FFA, Eurostat (Indice IPCH), calculs de BETTER FINANCE

Une fois encore, des facteurs contradictoires ont eu une incidence sur les rendements réels après taxation en 2016 :

- Les rendements réels ont à nouveau diminué. Cette évolution est liée aux taux d'intérêt qui ont atteint un taux historiquement bas. Les rendements déclarés ci-dessous ne prennent pas en compte les gains ou pertes en capital.
- L'inflation s'est considérablement ralentie, passant de 2,7 % en 2011 à 0,3 % en 2015, avant de remonter à 0,8 % en 2016.

En 2012, la fiscalité a augmenté de 200 points de base en raison de la hausse des prélèvements sociaux, qui sont passés de 13,5 % à 15,5 %. Etant donné que l'imposition est calculée sur les rendements nominaux, toute

augmentation de l'inflation augmente le taux d'imposition effectif qui a atteint 40 % en 2016, contre près de 200 % en 2011, comme le montre le tableau ci-dessous.

Tableau FR 4. Rendement des contrats d'assurance-vie français libellés en unités de compte (en%)

	Inflation	Taux d'imposition nominal	Taux d'imposition effectif *
2000	1,8	13,4	20,5
2001	1,5	13,4	18,8
2002	2,2	13,4	24,8
2003	2,4	13,4	29,4
2004	2,2	13,7	28,6
2005	1,8	18,5	32,3
2006	1,7	18,5	32,0
2007	2,8	18,5	60,1
2008	1,2	18,5	26,6
2009	1,0	19,6	27,6
2010	2,0	19,6	48,9
2011	2,7	21,0	194,0
2012	1,5	23,0	49,4
2013	0,8	23,0	33,1
2014	0,1	23,0	23,9
2015	0,3	23,0	26,2
2016	0,8	23,0	39,9

Taux d'imposition effectif = taxation/ revenu réel (net d'inflation)

Source: Eurostat (ICPH base 2015), calculs de BETTER FINANCE

Ces rendements moyens masquent d'importantes différences selon le réseau de distribution et du mode de gestion : en 2015, les contrats de ce type distribués par les banques ont généré un rendement nominal moyen de seulement 2,09 %⁵⁵, contre 2,84 % pour les contrats souscrits par des

⁵⁵ ACPR - Analyses et Synthèses n° 70, juillet 2016.

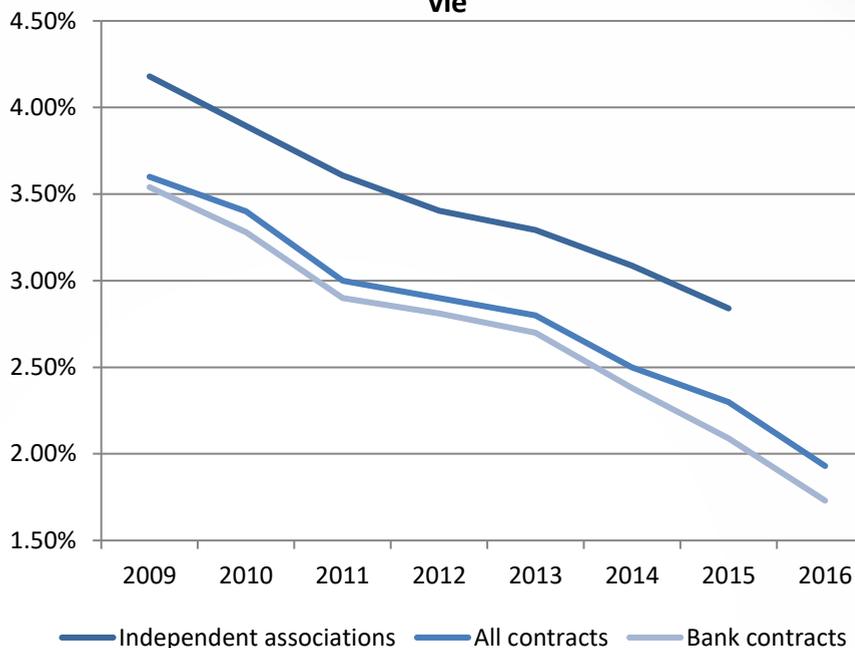




associations indépendantes.⁵⁶Étant donné que les contrats distribués par les banques représentent 61 % du marché français de l'assurance-vie avec participation (1 299 milliards d'euros à la fin 2015), cet écart de rendement – de 0,75 % en 2015 – représente, pour cette seule année, un manque à gagner de près de 6 milliards d'euros pour les épargnants qui souscrivent à des contrats d'assurance-vie à capital garanti auprès de leur banque et non auprès d'associations indépendantes d'épargnants. Au moment de l'impression de ce rapport, aucune donnée sur le rendement moyen en 2016 des contrats souscrits par des associations indépendants n'était disponible, mais ils suivent une tendance très similaire étant donné que les contrats GAIPARE, par exemple, ont généré un rendement de 2,90 % et ceux de l'ASAC-FAPES, de 2,89 %, contre un rendement moyen de 1,73 % pour les contrats souscrits auprès des banques.

⁵⁶ Sources: Faider, Faits & chiffres. Les associations indépendantes qui représentent les détenteurs de contrats d'assurance-vie sont les suivantes : AGIPI, AMAP, AMIREP, ANCRE, ASAC-FAPES et GAIPARE.

Graphique FR III. Rendements nominaux tous contrats et associations indépendantes d'assurance-vie



Sources: FAIDER - Fédération des Associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite, FFA, ACPR

Sources : FAIDER (Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Épargnants pour la Retraite), FFA, ACPR

Contrats d'assurance-vie libellés en unités de compte

Les rendements nominaux ont été emmenés à la hausse par l'envol du cours des actions entre 2012 et 2016, et ce dans le contexte d'une baisse de l'inflation. Malgré une fiscalité plus lourde, les rendements réels après taxation ont atteint 8 % en 2012, 5,4 % en 2013, 4,4 % en 2014, 2,9 % en 2015 et 1,4 % en 2016. Malgré la longue période de rendements positifs sur le marché des actions, le rendement cumulé des contrats en unités de compte reste négatif depuis la fin 1999 (voir section suivante et tableau FR 6).





Sur une période de 17 ans, les rendements réels, après taxation des contrats d'assurance-vie en unités de compte, ont été très volatils. La pire performance a été enregistrée en 2008 (-23,2 %) et la meilleure l'année suivante (+13,2 % en 2009).

Tableau FR 5. Rendements des contrats d'assurance-vie français libellés en unités de compte (en %)

	Rendement déclaré	Rendement réel avant taxation	Rendement réel après taxation
2000	<u>-2</u>	<u>-3,7</u>	<u>-3,7</u>
2001	<u>-9,5</u>	<u>-10,8</u>	<u>-10,8</u>
2002	<u>-15,2</u>	<u>-17</u>	<u>-17</u>
2003	8,4	5,9	5,9
2004	6,4	4,1	4,1
2005	14,4	12,4	12,4
2006	8,8	7	5,5
2007	1,5	<u>-1,3</u>	<u>-1,3</u>
2008	<u>-22,3</u>	<u>-23,2</u>	<u>-23,2</u>
2009	14,4	13,2	13,2
2010	5,2	3,1	2,6
2011	<u>-7</u>	<u>-9,4</u>	<u>-9,4</u>
2012	11	9,3	8
2013	8,2	7,3	5,4
2014	5,9	5,8	4,4
2015	4,1	3,8	2,9
2016	2,9	2,1	1,4

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

Contrats d'assurance-vie – rendements sur 17 ans (2000-2016)

Pour calculer le rendement réel d'un contrat d'assurance vie souscrit à la fin de 1999 et racheté 17 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 (les frais annuels sur les actifs le sont

déjà). D'après nos estimations, en 2000, les frais d'entrée représentaient 2,76 % de l'investissement, et sont donc à déduire des rendements réels de cette année-là.

Pour cette période d'investissement de 17 ans, l'épargnant obtiendrait donc un rendement net après taxation de 24,27 %⁵⁷ sur un contrat avec capital garanti, alors que le rendement serait négatif (-10,39 %) pour un contrat libellé en unités de compte. Sur une base annualisée, les taux de rendement seraient respectivement de +1,29 % et de -0,64 %. Il convient de souligner qu'alors que les contrats libellés en unités de compte sont plus risqués pour les souscripteurs, leur rendement a été nettement inférieur à celui des contrats avec garantie de capital, sans risques. Cette performance réelle nettement inférieure – et négative – sur 17 ans s'explique essentiellement par les frais, nettement plus élevés (voir la section ci-dessus sur les frais et les coûts), puisque pour la même période, les marchés boursiers dans leur ensemble (obligations et actions) ont enregistré des performances réelles positives (voir graphique FR I et FR II). La performance des contrats libellés en unités de compte est toutefois très sensible à la période de référence.

⁵⁷ +29,71 % pour le traitement fiscal le plus favorable, voir tableau FR 3 ci-dessus.





Tableau FR 6. Rendements réels de tous les contrats d'assurance-vie 2000-2016

(sur la base de la pondération relative des deux catégories dans les réserves mathématiques générales)

	Rendement à 17 ans	Rendement annualisé moyen
Avant impôts		
Contrats à capital garanti	38,69 %	1,94 %
Contrats en unités de compte	-3,21 %	-0,19 %
Tous contrats (moyenne)	30,76 %	1,59 %
Après impôts		
Contrats à capital garanti	24,27 %	1,29 %
Contrats en unités de compte	-10,39 %	-0,64 %
Tous contrats (moyenne)	17,86 %	0,97 %

Source: FFA, tous nos calculs

PERP

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 » représentant des fonds d'investissement. Une minorité de PERP sont structurés comme des produits à rentes différées, à l'instar des principaux produits d'épargne retraite pour les fonctionnaires (voir section suivante ci-dessous).

À nouveau, nous ne sommes pas parvenus à trouver les données globales sur les rendements des PERP. La Fédération française de l'Assurance (FFA) publie le rendement moyen des contrats d'assurance-vie ordinaires à capital garanti (« fonds en euros ») et celui des contrats-vie libellés en unités de compte, mais pas celui des PERP. Étant donné que les rendements nominaux déclarés des PERP représentaient 78 % des encours totaux des PERP à la fin 2015⁵⁸, le rendement nominal moyen pondéré des PERP à

⁵⁸ Source: ACPR - Analyses et synthèses n° 69 – July 2016.

http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/analyses-syntheses/201607_AS69_taux_revalo_contrats_collectifs_modif.pdf

capital garanti (« fonds en euros ») était de 2,22 % en 2015, un rendement nettement inférieur au rendement de 2014 – 2,54% – et légèrement inférieur au rendement des contrats d’assurance-vie ordinaires à capital garanti. En outre, ces chiffres ne tiennent pas compte des frais d’entrée, qui sont probablement au moins aussi élevés que pour l’assurance-vie (2,76 % en moyenne en 2000 pour ces derniers). Comme nous avons pu l’observer pour les contrats d’assurance-vie ordinaires, les PERP à capital garanti vendus par les banques (62 % de la part de marché) ont enregistré des rendements inférieurs (2,09 %) au rendement global moyen en 2015, ainsi qu’en 2014 (2,45 %). En revanche, les PERP des assureurs mutualistes ont affiché des rendements supérieurs à la moyenne (2,92 % en 2015 et 3,09% en 2014).

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

S’il s’avère difficile d’évaluer les rendements réels des plans à rentes différées, c’est notamment parce que, jusqu’en 2010, ces plans n’étaient pas tenus de déclarer les rendements des investissements. Le Préfon en est un exemple. À la suite d’une action des organisations françaises membres de BETTER FINANCE, une loi de 2010⁵⁹ en a fait une exigence légale à partir de 2011. Toutefois, depuis, le Préfon ne communique que le rendement comptable (qui prend en compte uniquement les gains réalisés sur les ventes d’actifs et non les intérêts et revenus de dividende) et non le rendement économique (qui prend en compte l’évolution annuelle de la valeur de marché de tous les actifs en portefeuille).

Préfon

Le Préfon a communiqué un rendement comptable (net de frais) de son portefeuille d’investissement de 3,51 % pour 2015, contre 4,13 % pour 2014. Toutefois, comme nous l’avons expliqué ci-dessus, ce rendement comptable ne tient pas compte des fluctuations de la valeur de marché des encours. Les chiffres pour 2016 n’avaient pas encore été publiés au

⁵⁹ Loi n° 2010-737 du 1er juillet 2010 - art. 35 (V) modifiant l’article L441-3 du code français des assurances





moment de l'impression du présent rapport (août 2017). En outre, les rendements sur investissements sont pour l'instant généralement affectés à l'augmentation des réserves. En 2010, l'Autorité française de contrôle prudentiel et de régulation (ACPR) a décidé que ce n'était pas encore suffisant et a imposé aux assureurs du Préfon de contribuer, pour le 31 décembre 2013, à la reconstitution des réserves en prélevant 290 millions d'euros sur leurs fonds propres afin d'aider le Préfon à équilibrer son bilan.⁶⁰ À la fin 2015, cette contribution des assureurs a été relevée à 543 millions d'euros.⁶¹ De plus, la valeur de l'épargne accumulée par les adhérents n'est communiquée individuellement à ceux-ci que depuis 2012 et, malheureusement, avec plus d'une année de retard (nous aimerions que cette information essentielle soit communiquée bien plus tôt), et encore, il ne s'agit là que d'une « estimation »⁶². 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 le Préfon.

Par ailleurs, pour les produits à rentes différées, il est également difficile de déterminer avec précision dans quelle mesure les rendements sur investissements et d'autres facteurs, tels que le taux de conversion du capital en rente, le taux d'escompte et l'évolution des rentes versées, 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 des fonctionnaires épargnant pour la retraite (ARCAF). Celle-ci compile depuis plusieurs années le taux annuel des augmentations des droits à pension et des rentes avant taxation (voir graphique FR IV). Depuis 2002, les adhérents au Préfon ont perdu 16 % de la valeur réelle de leurs droits à prestations (avant taxation). Cette information clé sur la performance n'est toutefois pas communiquée aux nouveaux adhérents.⁶³ L'objectif déclaré

⁶⁰ « *Les Echos* » 27 décembre 2010. Le Préfon n'a pas communiqué cette information aux adhérents

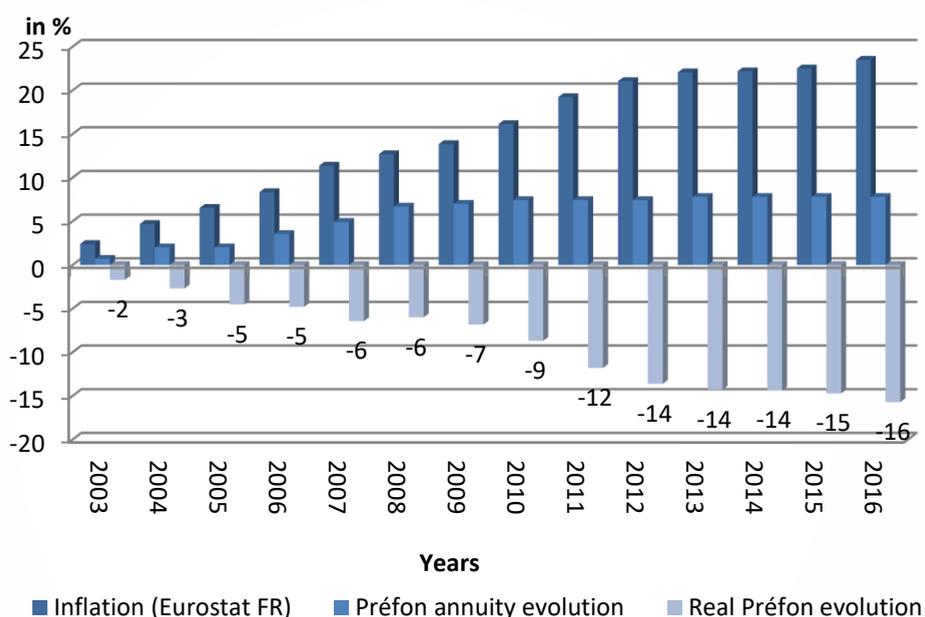
⁶¹ Source : Rapport de gestion Préfon Retraite 2016 (2015 year)

⁶² En outre, cette « valeur de transfert » n'inclut pas les frais de transfert de 5 % prélevés par le Préfon pour tout transfert au cours des 10 premières années du contrat.

⁶³ L'épargne investie dans le Préfon (tout comme dans les PERP et le Corem) est fiscalement déductible, mais les rentes sont soumises à l'impôt. L'épargne et les rentes font l'objet de prélèvements sociaux

du Préfon de maintenir le pouvoir d'achat des prestations n'a plus été atteint depuis 2002, et vu les contributions que les assureurs ont dû verser sur leurs fonds propres depuis 2010, il est malheureusement peu probable que le Préfon parvienne à réduire cette perte de la valeur réelle des pensions dans un avenir proche. Cette information clé sur la performance n'est pas non plus communiquée aux nouveaux adhérents.⁶⁴

Graphique FR IV. Valeur réelle des rentes du Préfon, évolution cumulée en %



Source: ARCAF 2017

Cet indicateur de rendement n'inclut toutefois pas le taux réduit intégré dans le taux de conversion rentes/épargne accumulée. Ce taux d'escompte varie toutefois d'une année à l'autre ainsi qu'en fonction de l'âge effectif de départ à la retraite. Il n'est pas publié. Dès lors, cet indicateur n'est valable que si la personne exerce son droit de rachat à l'âge de 60 ans. Ainsi, en cas de rachat à l'âge de 62 ans, les rentes initiales auraient été réduites de 7,3 % depuis 2013.

⁶⁴ ARCAF, <http://www.EpargneRetraite.org>, 2016.





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

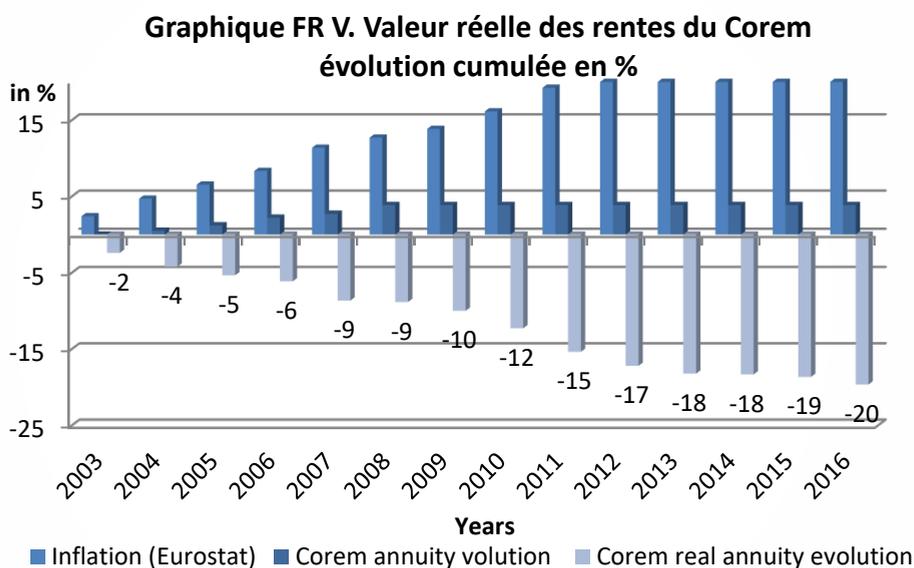
Corem

Le Corem publie le rendement annuel comptable sur ses investissements mais ne précise pas non plus si ce rendement est brut ou net de frais. Le rendement comptable était de +4,04 % en 2016, soit en légère baisse par rapport aux +4,27 % de 2015, mais ces pourcentages ne tiennent pas compte des fluctuations de la valeur de marché des encours. En outre, et cet aspect est encore plus important, tous les rendements sur investissements sont aussi mis de côté et affectés à l'augmentation des réserves. Il est dès lors impossible de calculer un taux collectif réel de rendement.

Les mécanismes de rentes différées du Corem sont similaires à ceux du Préfon et compliquent ainsi de la même façon l'estimation du rendement réel pour l'épargnant. Nous utilisons donc ici aussi l'indicateur indirect du rendement calculé par l'ARCAF. Le Corem est en déficit. Le principal objectif – non divulgué – de son plan de redressement en place depuis 2002 n'est pas d'augmenter la valeur nominale des rentes versées. En conséquence, les rentes versées par le CREF ont perdu 20 % de leur valeur réelle avant taxation (pouvoir d'achat) au cours des 14 dernières années (voir Graphique FR V). Ces chiffres s'entendent avant taxation. Cette information clé sur la performance n'est pas communiquée aux nouveaux adhérents. En novembre 2014, le plan a annoncé de nouvelles mesures pour essayer de remédier au problème d'insuffisance de réserves et ainsi encore réduit les rendements des adhérents (62 ans pour toucher l'intégralité des rentes au lieu de 60 ans et abaissement du rendement minimum garanti des cotisations de retraite, de 2,3 % à 1,5 % en 2015). La situation demeure toutefois très difficile étant donné que le déficit de rendement du Corem (différence entre ses actifs et la valeur actuelle de ses engagements) était encore de 2,9 milliards d'euros à la fin 2014 (chiffre obtenu sur base des

règles prudentielles françaises habituelles).⁶⁵À la fin 2015, le gouvernement français a autorisé le Corem à utiliser un taux d'escompte minimum de 1,50 % (au lieu de 0,59 % selon la règle précédente) pour calculer la valeur actuelle de ses engagements, afin de l'aider à limiter son déficit à 1,3 milliards pour la fin 2016. Cette exception apparaît dangereuse au regard du niveau actuel des taux d'intérêt à long terme en France, qui sont bien moins élevés (0,72 % pour les obligations de l'État français à 10 ans au 3 août 2017).

Depuis 2016, les règles du Corem lui permettent de réduire la valeur des rentes versées (en termes nominaux) sous certaines conditions.



Source: ARCAF 2017

Dans l'ensemble, BETTER FINANCE estime que, sur ces treize dernières années (2002-2016), la perte de pouvoir d'achat des adhérents aux régimes de retraite des fonctionnaires français est de 16,2 % (-1,2 % par an), un

⁶⁵ Jusqu'en 2017, le plan de redressement du Corem lui permettait d'utiliser exceptionnellement un taux d'escompte de 3 % et une table de mortalité plus ancienne pour calculer la valeur actuelle de ses engagements, au lieu du taux réglementaire de 0,78 % à la fin 2014 et de 1,5 % à la fin 2015. Si l'on utilise le taux d'escompte de 3 %, les actifs du Corem couvriraient 107,5 % de ses engagements à la fin 2015.





calcul basé sur la taille relative des portefeuilles d'actifs du Préfon et du Corem.

CRH

La CRH ne publie ni rapport annuel ni données financières. Même ses publications précontractuelles ne communiquent aucune donnée 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 déterminées

Tableau FR 7. Plans d'épargne d'entreprise en France - Moyennes des rendements des fonds sur 16 ans, avant impôt - 2000-2016

Catégorie de fonds (« FCPE »)	Actions	Obligations	Marché monétaire	Diversifiés	Tous les fonds
Rendement nominal sur 17 ans	27,10 %	69,15 %	29,16 %	47,80 %	47,22 %
Moyenne annuelle	1,42 %	3,14 %	1,52 %	2,32 %	2,30 %
Rendement réel sur 17 ans	-3,41 %	30,15 %	-0,91 %	13,25 %	12,93 %
Moyenne annuelle	-0,20 %	1,56 %	-0,05 %	0,73 %	0,72 %

Source: AFG/Europerformance

Nous combinons des informations fournies par Europerformance sur la performance de chaque catégorie de fonds avec les données de l'AFG sur leur poids relatif dans les encours totaux⁶⁶ pour estimer le taux global des rendements de l'épargne d'entreprise.

Les rendements réels, avant imposition, des plans d'épargne d'entreprise à cotisations déterminées ont été dans l'ensemble positifs sur la période de

⁶⁶Les données publiées par l'AFG concernent les « FCPE L214-39 ». Ces fonds sont des fonds diversifiés qui n'achètent pas les actions de l'entreprise concernée (« actions d'entreprise »). Il existe une autre catégorie de fonds d'épargne d'entreprise, les fonds dédiés « FCPE L214-40 » qui peuvent eux investir de manière illimitée 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 60 % du total des encours des FCPE à la fin 2015.

17 ans allant de la fin 1999 à la fin 2016 : la performance annuelle moyenne avant impôts de l'ensemble des fonds a été de 0,7 %, ce qui fait de ces plans d'épargne à cotisations déterminées le deuxième produit d'épargne pension le plus performant avec les contrats d'assurance-vie à capital garanti, bien devant les contrats d'assurance-vie en unités de compte.

Les rendements globaux avant impôts sont principalement influencés par la très forte pondération et le rendement légèrement négatif des fonds axés sur le marché monétaire (31 % des encours; - 0,9 %) et le rendement net toujours négatif des fonds d'actions à cotisations déterminées (malgré un rendement réel de +10,6 % pour la seule année 2015). Les fonds d'actions, qui représentent environ 18 % du total des encours (hors actions de l'entreprise), ont enregistré des performances nettement inférieures à celles des marchés des actions au cours de ces 17 dernières années : 17 % en termes nominaux contre + 68 % pour les actions françaises, par exemple (voir graphique FR I ci-dessus). Les fonds obligataires à cotisations déterminées (environ 18 % des encours) ont ainsi enregistré un rendement nominal de + 69 % pour la période de référence, contre +129 % pour le marché obligataire européen (voir graphique FR II).

Comme pour les contrats d'assurance en unités de compte, le niveau des frais facturés pourrait être la principale raison à l'origine de la sous-performance des fonds d'actions et d'obligations à cotisations déterminées.

⁶⁷ Contrairement aux plans de retraite d'entreprise à cotisations déterminées des États-Unis (les « 401k »), leurs équivalents français n'investissent pas dans des fonds mutuels généralistes mais dans des fonds d'investissement alternatifs spécifiques (FIA), les FCPE, spécialement dédiés à ces plans. Les épargnants français peuvent donc faire leur choix parmi une offre plus diversifiée de fonds d'investissement (environ 2 500 FCPE, auxquels s'ajoutent les quelque 3500 fonds d'OPCVM domiciliés en France)

⁶⁷ Selon l'Observatoire de l'épargne de l'AMF (n° 14, juillet 2015), les frais de gestion ont représenté, en moyenne, entre 1,6 et 2 % des actifs sous gestion des FCPE d'actions européennes en 2013/2014. Il est toutefois difficile de savoir si ce pourcentage tient compte des frais sur les fonds sous-jacents dans le cas de fonds de fonds FCPE





et le volume moyen de ces FIA est relativement limité. Un autre facteur est le fait que les FCPE d'actions n'investissent pas uniquement en actions.

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 à long terme investie dans des actions de l'entreprise en question (actions d'entreprise), qui représente environ 38 % (48,4 milliards d'euros à la fin 2016) de tous les plans d'entreprise français.

Le rendement d'investissements réguliers et identiques sur 17 ans

Les rendements sont donc calculés – la même règle ayant été utilisée, dans la mesure du possible, dans tout le rapport de recherche – pour un versement unique à la fin de 1999 et conservé jusqu'à la fin 2016. Généralement, de nombreux épargnants investiront régulièrement chaque année ou chaque mois. Avec l'aide de l'AFG, l'association professionnelle française, nous avons calculé les rendements annualisés pour la période allant de 2000 à 2016, pour un même montant investi chaque année au cours de ces 17 dernières années. Nous obtenons ainsi un rendement annualisé avant impôt supérieur, de 0,9 % au lieu de 0,7%. Ce rendement est aussi moins volatil au fil du temps, puisqu'il est étalé sur plusieurs années et non sur une seule.

Les rendements après impôts sont souvent supérieurs

Enfin les rendements après impôts des plans d'épargne d'entreprise à long terme sont souvent difficiles à calculer globalement, mais ils peuvent souvent être supérieurs aux rendements avant impôts, étant donné qu'il s'agit du produit d'investissement à long terme et d'épargne-retraite qui, en France, bénéficie de l'imposition la plus favorable : les rachats sont exonérés de l'impôt sur le revenu et ils ne font l'objet que de « prélèvements sociaux » sur les gains nets, au taux de 15,5 %. En outre, l'essentiel de cette épargne provient de l'intéressement et de la participation, ainsi que des cotisations payées par les employeurs.

Conclusions

Après une année de rendements réels négatifs avant taxation pour le principal produit français d'investissement à long terme et d'épargne-retraite, 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 taxation positive au cours de chacune des quatre dernières années. Toutefois, leur performance sur 17 ans reste négative. Les contrats d'assurance-vie à capital garanti (« contrats en euros ») sont restés positifs chaque année, de 2011 à 2015, et étaient encore de 1,1 % en 2016 malgré la diminution générale et continue des taux d'intérêt.

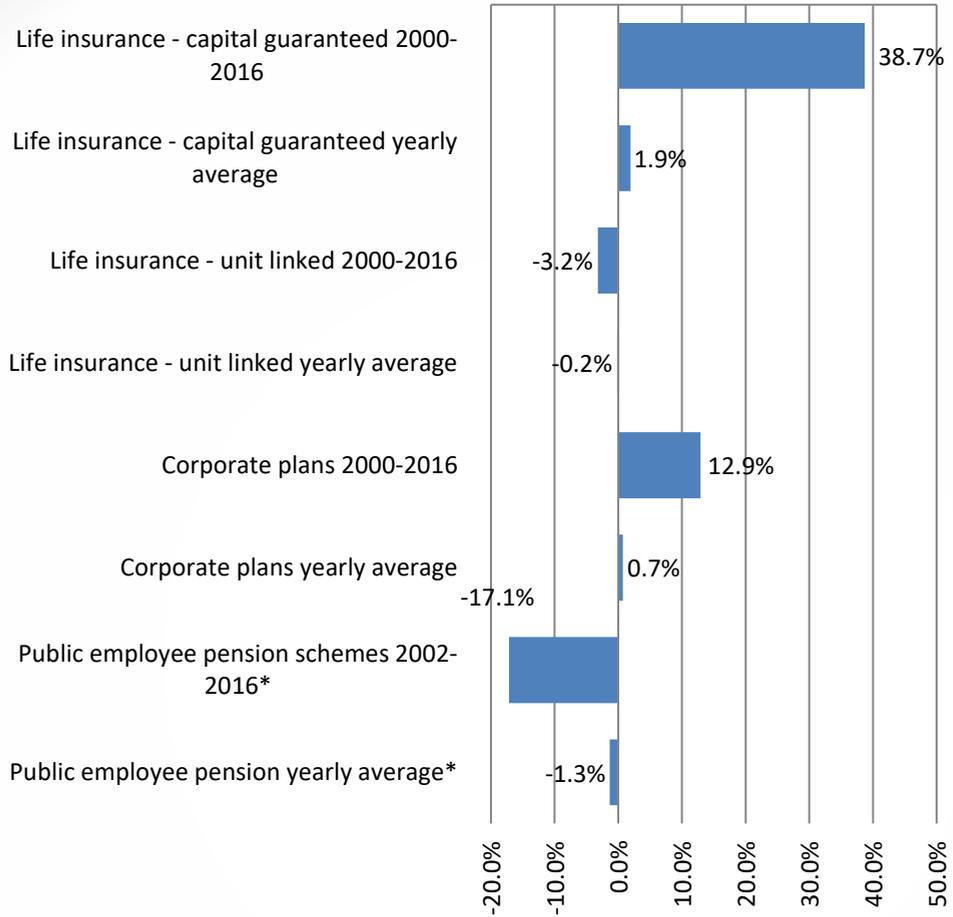
Le rendement des contrats à capital garanti est évidemment moins élevé lorsque l'on tient compte de la fiscalité. La taxation de l'épargne a augmenté de 200 points de base en 2012, car les « prélèvements sociaux » sont passés de 13,5 % à 15,5 %.

Sur une période de 17 ans depuis la fin 1999 jusqu'à la fin 2016, les contrats d'assurance-vie à capital garanti affichent une performance annuelle positive moyenne, après impôts, de +1,3 % en termes réels, et les contrats libellés en unités de compte un rendement annuel négatif de -0,6 %. Les plans d'entreprise à cotisations déterminées ont quant à eux généré un rendement annualisé de +0,7 % avant impôts. Les rendements après impôts seraient généralement plus élevés en raison d'un traitement fiscal favorable.





Graphique FR VI. Rendements réels de l'épargne-retraite en France avant impôts , 2000-2016



* Purchasing Power of Pensions Before Tax

Source: BETTER FINANCE