



AFG

Retraites **Bâtir ensemble** **le complément** **par capitalisation** **indispensable** **aux Français**

État des lieux et préconisations

Jun 2026

04

« Pour un régime supplémentaire de retraite par capitalisation obligatoire »

Édito de **Laure Delahousse**, Directrice générale de l'AFG, et **Philippe Setbon**, Président de l'AFG

06

« Beaucoup de Français comprennent qu'un système de retraite moderne peut reposer sur plusieurs piliers complémentaires »

Entretien avec **Jean-Pierre Grimaud**, Directeur général d'**OFI Invest**, et **Simon Janin**, Directeur de la Gouvernance et des Affaires Publiques d'**Amundi**, co-présidents du Comité de pilotage de l'AFG

09

Dans tous les États, une articulation entre les trois piliers des régimes de retraite

12

« Pour parvenir à une bonne couverture de la population, un système obligatoire est plus efficace »

Entretien avec **Stéphanie Payet**, Analyste des politiques, retraites par capitalisation, **OCDE**

14

Les systèmes de retraite par capitalisation se généralisent dans l'OCDE

18

« L'objectif de la capitalisation est d'offrir plus d'équité, en visant à faire profiter l'ensemble de la population des revenus du capital »

Entretien avec **Eric Weil**, Essayiste, spécialiste des retraites

21

En France, la réforme du PER a répondu à un besoin

23

« Par pragmatisme, les Français sont favorables à l'instauration d'une dose de capitalisation »

Entretien avec **Bernard Sananès**, Président d'**Elabe**

24

Les employeurs confirment leur intérêt pour les dispositifs d'épargne retraite en entreprise

26

« Le PER collectif offre au sein des entreprises un cadre rassurant et efficace à tous les salariés »

Entretien avec **Dominique Dorchies**, Directrice Générale Déléguée de **Natixis Interépargne** et Présidente de la Commission Épargne salariale et épargne retraite de l'AFG et **Gregory Miroux**, Directeur Épargne salariale et épargne retraite à l'AFG

28

Les ménages français privilégient les placements liquides, peu rémunérateurs et peu risqués

30

« L'orientation de l'épargne et la nature du financement des acteurs économiques sont liées »

Entretien avec **Thomas Valli**, Directeur des études économiques de l'AFG

32

« La capitalisation doit permettre d'améliorer le rendement de notre système de retraite et de rassurer sur la solidité de notre modèle social »

Entretien avec **Denis Ferrand**, Directeur général de **Rexecode**, et **Olivier Redoulès**, Directeur des études de **Rexecode**

34

Préconisations de l'AFG pour une généralisation de l'épargne retraite

1. Créer un régime complémentaire de retraite en capitalisation pour tous les salariés du secteur privé (Pilier 2)
2. Généraliser l'épargne retraite d'entreprise (PER collectifs) grâce à la mise en place de versements automatiques (Pilier 3)

40

Annexe Renforcer l'épargne retraite collective pour préserver le niveau de vie des futurs retraités

Étude Chaire TDTE

42

Annexe Simulation pour l'introduction d'un régime complémentaire en capitalisation aux côtés du régime de retraite complémentaire en répartition des salariés du privé

Étude AFG

Ce Livre blanc est le fruit d'un travail collectif. L'Association Française de la Gestion financière, au nom de son Président **Philippe Setbon** et de sa Directrice générale **Laure Delahousse**, remercie l'ensemble des personnes auditionnées ainsi que les membres du comité de pilotage ayant participé à l'élaboration de ce Livre Blanc :

Co-présidents du comité de pilotage

- Jean-Pierre Grimaud, OFI Invest
- Simon Janin, Amundi

Membres du comité

- Christophe Bavière, Eurazeo Global Investor
- Charles Bouffier, OFI Invest Asset Management
- Didier Bouvignies, Rothschild & Co Asset Management
- Alexis de Rozières, Eres Gestion
- Laure Delahousse, AFG
- Dominique Dorchies, Natixis Interépargne
- Arnaud Faller, CPR Asset Management
- Gregory Miroux, AFG
- Caroline Richard, AFG
- Thomas Valli, AFG

Ces réflexions se sont notamment appuyées sur les propositions de la Commission épargne salariale et épargne retraite de l'AFG.

« Pour un régime supplémentaire de retraite par capitalisation obligatoire »



Laure Delahousse,
Directrice générale
de l'AFG




Philippe Setbon,
Président
de l'AFG

En 2016, l'AFG apportait sa contribution, avec la publication d'un premier livre blanc, à l'élaboration du Plan d'épargne retraite (PER). Son succès depuis son lancement en 2019 – près de 13 millions de Français en bénéficient –, mais aussi ses limites, nous encouragent à formuler de nouvelles recommandations en faveur d'une généralisation à l'ensemble des salariés de la retraite par capitalisation, dans la perspective de l'élection présidentielle. Les gérants d'actifs, que nous représentons, ont la responsabilité d'investir à long terme l'épargne que leur confient les Français, à travers la souscription de fonds, de contrats d'assurance-vie, d'épargne salariale, de PEA ou de PER. Nous avons souhaité en tirer des enseignements, avec l'appui de plusieurs experts reconnus, afin d'apporter des réponses à l'enjeu majeur que représente le besoin d'un véritable complément au régime de retraite par répartition. La baisse tendancielle des pensions, provoquée par l'allongement sans précédent de l'espérance de vie, nous convainc qu'il est très légitime de donner accès au plus grand nombre au potentiel de rendement des marchés financiers. N'en réserver les bénéfices qu'à une minorité de salariés est insatisfaisant et risque de participer au sentiment de creusement des inégalités sociales des Français.

Au-delà de cet objectif de justice sociale et de maintien du niveau de vie des futurs retraités, un nouveau régime de retraite par capitalisation deviendrait une bonne source de financement de nos priorités économiques, comme il l'est déjà dans les pays qui lui ont fait une place dans leurs systèmes de retraite et qui voient les capitaux ainsi collectés irriguer leurs économies. Mettre progressivement ce mécanisme sur les rails permettrait de combiner une optimisation du rendement de l'épargne des futurs retraités et un soutien au financement de l'innovation, de la souveraineté industrielle, énergétique ou numérique, en particulier.

La clé de la réussite de cette démarche est de permettre la généralisation de l'épargne retraite pour couvrir tous les salariés, quelle que soit la taille des entreprises dans lesquelles ils travaillent, alors que les PME sont encore aujourd'hui très minoritairement équipées. Le caractère facultatif du PER, dont le mode de fonctionnement est plébiscité par les entreprises qui l'ont mis en place et par leurs salariés, est sa principale faiblesse, un obstacle à la généralisation de l'épargne retraite. Encourager ces dispositifs volontaires reste une priorité mais pour que tous les salariés bénéficient d'un régime en capitalisation, il faut aller plus loin, à l'image de nos voisins suédois, danois ou néerlandais, en offrant à tous un nouveau régime complémentaire en capitalisation. Rendre obligatoire ce nouveau régime pose nécessairement la question de l'acceptabilité de cette initiative, par les salariés comme par les entreprises. Pour nous en assurer, nous préconisons de faire confiance aux partenaires sociaux et de leur confier la gestion de ce nouveau régime. Sa montée en puissance sera nécessairement progressive, afin d'ajuster ses sources de financement pour préserver le pouvoir d'achat des salariés, ainsi que les marges des entreprises. Une phase transitoire sera d'autant plus nécessaire que dans un premier temps, les actifs concernés commenceront à cotiser dans ce cadre pour leur future retraite, mais devront continuer à assumer pleinement celles des retraités actuels.

Plusieurs paramètres restent donc à définir précisément. Nous livrons dans ce nouveau livre blanc des pistes concrètes pour construire le régime français de retraite par capitalisation de demain, qui permettra de rassurer les jeunes sur leur avenir et de les rendre acteurs de leur retraite. Au cours des derniers mois, notre approche a consisté à recueillir les idées de nombreux experts des systèmes de retraite, ainsi que de toutes les parties prenantes, de confronter aussi nos idées avec les leurs. Cette publication de l'AFG révèle le fruit de ces échanges et est ainsi l'occasion de donner la parole à plusieurs d'entre eux. Nous les remercions vivement d'avoir accepté de contribuer à notre réflexion et à l'élaboration de nos préconisations. 

« Au-delà de cet objectif de justice sociale et de maintien du niveau de vie des retraités, un nouveau régime de retraite par capitalisation deviendrait une bonne source de financement de nos priorités économiques »



« Beaucoup de Français comprennent qu'un système de retraite moderne peut reposer sur plusieurs piliers complémentaires »



Jean-Pierre Grimaud, Directeur général d'**OFI Invest**, co-président du Comité de pilotage de l'**AFG**



Simon Janin, Directeur de la Gouvernance et des Affaires Publiques d'**Amundi**, co-président du Comité de pilotage de l'**AFG**

Les Français vous semblent-ils prêts à accroître la dose de capitalisation dans leur système de retraite ?

J.-P.G. Les Français restent profondément attachés au principe de solidarité de notre système par répartition, et cet attachement est légitime. Mais dans le même temps, ils sont de plus en plus nombreux à s'interroger sur sa soutenabilité à long terme et sur le niveau futur de leurs pensions. Ce que montrent les enquêtes d'opinion, c'est qu'il n'existe pas d'opposition de principe entre répartition et capitalisation. Beaucoup de Français comprennent qu'un système de retraite moderne peut reposer sur plusieurs piliers complémentaires, à l'image de ce qui existe dans de nombreux pays. L'enjeu n'est donc pas de remplacer la répartition, mais de la compléter progressivement avec un système de capitalisation, afin d'offrir aux actifs des sources de revenus supplémentaires pour leur retraite.

L'offre d'épargne retraite reste réservée à une minorité de salariés. Quel dispositif pourrait selon vous permettre sa généralisation ?

S.J. Aujourd'hui, l'épargne retraite progresse en France, mais elle reste encore modeste en comparaison avec les autres pays de l'OCDE mais également par rapport à nos voisins européens comme les Pays-Bas ou le Danemark. Elle est aussi inégalement répartie. Les salariés des grandes entreprises sont relativement bien couverts, ceux des TPE et PME le sont beaucoup moins, même si de plus en plus de ces entreprises proposent des PER d'entreprise (PER collectif le plus courant ou PER obligatoire). Il convient de nous appuyer sur cette progression et en accélérer le déploiement auprès de l'ensemble des salariés en passant probablement par une obligation de mise en place. L'expérience internationale montre qu'un levier simple peut accélérer la diffusion : l'adhésion automatique (« auto-enrolment »), avec possibilité de renoncement individuel. Ce mécanisme permet d'élargir rapidement l'accès à l'épargne retraite tout en laissant à chacun sa liberté de choix. L'entreprise a, en tout cas, toute légitimité à proposer un cadre d'épargne retraite. Elle est même attendue sur ce sujet par les salariés (9 sur 10 considèrent qu'il est du devoir de l'entreprise de les aider à préparer leur retraite). L'objectif doit être clair : faire de l'épargne retraite un outil accessible à tous les actifs, et non plus réservé à une partie d'entre eux.

Quelle devrait être l'organisation idéale de ce nouveau dispositif, les rôles des différentes parties prenantes pour qu'il réponde au mieux aux besoins des cotisants ?

J.-P.G. La réussite d'un dispositif d'épargne retraite repose sur deux principes simples : la confiance et la stabilité. Investir sur le long terme

est en effet un engagement qui nécessite un cadre clair, prévisible, en particulier pour les épargnants. Par ailleurs, tous les acteurs doivent être embarqués. L'État tout d'abord, qui a naturellement un rôle à jouer pour fixer les règles, en garantissant la transparence, en préservant la stabilité, et protéger les épargnants. Les entreprises également, par la diffusion des dispositifs auprès de leurs salariés. Les professionnels de la gestion d'actifs enfin, qui ont pour rôle de gérer et d'investir au mieux cette épargne longue. L'expérience des autres pays montre que la simplicité des dispositifs et la gestion pilotée par défaut sont des facteurs clés de réussite permettant à chacun d'investir pour sa retraite dans les meilleures conditions.

La question du financement de la capitalisation, par les salariés, les entreprises ou l'État, se pose nécessairement. Comment cet effort devrait-il être réparti ?

S.J. La constitution d'une épargne retraite repose par nature sur un effort partagé. Les pays qui ont développé avec succès la retraite par capitalisation se sont appuyés sur les dispositifs collectifs d'entreprise avec une contribution partagée entre salariés et employeurs. L'État encourage la diffusion de ces dispositifs en les fondant sur un cadre social et fiscal incitatif. Les partenaires sociaux ont un rôle important et sont bien souvent associés à la négociation et la gestion des dispositifs avec les employeurs. L'essentiel est que la montée en charge soit progressive et équilibrée, afin de préserver à la fois le pouvoir d'achat des salariés et la compétitivité des entreprises. Il s'agit donc d'inscrire la capitalisation dans une trajectoire lisible, qui permette de bâtir progressivement un nouveau pilier d'épargne retraite.

En amont de ce « régime de croisière », comment trouver des marges de manœuvre pour financer une phase de transition, au cours de laquelle les actifs devront continuer à financer les pensions des retraités dans le cadre du système par répartition, tout en épargnant pour leur propre retraite par capitalisation ?


J.-P.G. Toute évolution vers un système plus mixte pose inévitablement la question de la transition : pendant un temps, les actifs doivent continuer à financer les pensions actuelles tout en préparant leur propre retraite. C'est pourquoi la montée en puissance de la capitalisation doit être graduelle et anticipée. Plusieurs leviers peuvent être mobilisés : l'orientation d'une partie de l'épargne existante vers des solutions d'épargne

retraite, l'utilisation de dispositifs d'épargne salariale ou encore un rééquilibrage progressif des contributions. L'essentiel est d'engager le mouvement dès maintenant, car plus la transition est réalisée tôt, plus elle est soutenable.

L'offre de supports d'épargne retraite s'est enrichie ces dernières années, dans le sillage de la loi Pacte de 2019 qui a créé le PER. Comment devrait-elle encore évoluer ?

S.J. La création du PER en 2019 a constitué une étape importante. En quelques années, plus de douze millions de Français se sont équipés, preuve que les dispositifs simples et lisibles peuvent rencontrer leur public. La prochaine étape consiste à accélérer sa diffusion en généralisant autant que possible, et dans une proportion raisonnable, les versements automatiques d'une partie de la participation et de l'intéressement dans les PER collectifs. Cette solution évite de peser sur le salaire mensuel des salariés. La gestion pilotée, l'accompagnement des souscripteurs par des outils pédagogiques simples, la diversification des supports, la stabilité fiscale et la liberté de choix à la sortie sont des éléments essentiels pour renforcer la confiance des épargnants qui souscrivent volontairement au PER. En parallèle de la généralisation des PER (pilier 3), nous proposons de mettre en place progressivement un nouveau régime par capitalisation (pilier 2), obligatoire pour tous les salariés du secteur privé et complémentaire du régime par répartition. Il serait piloté par les partenaires sociaux et couvrirait ainsi tous les actifs du secteur privé, en particulier les jeunes, et les salariés des petites entreprises.

Un régime de retraite par capitalisation a l'avantage d'apporter des sources de financement stables à l'économie, aux entreprises. Quels bénéfices l'économie européenne pourrait-elle en tirer ?

J.-P.G. Au-delà de la préparation de la retraite, l'épargne longue joue un rôle stratégique pour l'économie. Dans les pays où la capitalisation est développée, elle constitue une source majeure de financement pour les entreprises, l'innovation et les infrastructures. Une montée en puissance de l'épargne retraite en France et en Europe permettrait ainsi de mobiliser davantage de capitaux de long terme au service de la croissance et de la souveraineté économique de notre continent. C'est l'un des atouts majeurs de ces dispositifs : ils permettent à la fois de préparer l'avenir des retraités et de financer l'économie de demain. 

Dans tous les États, une articulation entre les trois piliers des régimes de retraite

Régimes de retraite publics, interprofessionnels, d'entreprises ou individuels, obligatoires ou volontaires, par répartition ou par capitalisation : les dispositifs se complètent.

La pression exercée sur les systèmes de retraite par les évolutions démographiques, mais aussi économiques, invite tous les États à s'interroger sur le rôle respectif de chacun des piliers de leur système de retraite. Le vieillissement de la population et son corollaire, l'importance grandissante de la population des retraités comparée à la population active, la baisse du taux de fécondité, ainsi que le ralentissement de la productivité mettent à mal l'équilibre des régimes de retraite fondés sur la répartition. La tendance concernant le rapport entre actifs et retraités est connue : en France, le rapport entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités continue de se dégrader, de 2,79 en 1980, il est passé à 2,1 en 2000, 1,8 en 2020 et, selon les projections du Conseil d'orientation des retraites (COR), ne sera plus que de 1,4 en 2070. Concrètement, cela signifie qu'aujourd'hui 1,8 actifs se partagent le coût de la pension d'un retraité et que dans les prochaines années, on aggravera encore le poids reposant sur les actifs. Dans le même temps, les facteurs économiques (chômage, productivité, croissance...) ne sont pas non plus favorables

à l'équilibre financier des retraites, si bien que l'insuffisante progression de la masse salariale, soumise à cotisations, pèse sur les ressources. Selon les projections récentes du COR le déficit cumulé des régimes de retraite atteindrait 1,4 point de PIB en 2070 pour les seuls salariés du secteur privé. En tenant compte du secteur public, le chiffre serait bien plus important. Le COR montre également que les dépenses de retraite ont déjà atteint 13,9 % du PIB, la France atteignant un record au niveau international avec l'Italie¹.

En France, les régimes par répartition représentent plus de 95 % des ressources des retraités, mais notre pays fait figure d'exception dans le paysage européen et mondial. Nos voisins ont généralement construit leurs systèmes de retraite sur plusieurs piliers complémentaires. La typologie des régimes de retraite établie par la Banque mondiale fait référence. Comme le rappelle la Banque centrale européenne², trois piliers sont distingués :

- Les retraites du premier pilier sont organisées par l'État et généralement fondées sur le principe de la répartition ;
- Les retraites du deuxième pilier sont des régimes de retraite professionnels, souvent obligatoires fondées sur le principe de la répartition et/ou de la capitalisation ;
- Les retraites du troisième pilier sont fondées sur des produits d'épargne retraite volontaires (individuels ou collectifs via l'employeur).

Un premier pilier géré par l'État

Selon la Banque mondiale, le premier pilier des régimes de retraite est défini comme un système public obligatoire, géré par l'État. Ce pilier est généralement financé par répartition (les cotisations des actifs servant à payer les pensions des retraités actuels). Il vise à garantir un revenu minimal aux retraités, sans couvrir l'intégralité de leurs revenus antérieurs. Il s'agit à l'origine d'un filet de sécurité sociale de base, universel et redistributif.

Ce premier pilier se distingue des autres piliers par son caractère public, obligatoire et sa vocation sociale de lutte contre la pauvreté des seniors. Il peut être complété par des dispositifs de revenu minimum (comme par exemple, le minimum vieillesse) pour les personnes les plus vulnérables.

Certains pays optent pour un premier pilier très minimal (système « beveridgien »), tandis que d'autres l'élargissent pour couvrir une part plus importante des revenus de remplacement (système « bismarckien »). Ces prestations de retraite sont très différentes quant à leur niveau et à leur nature, allant de la « protection contre la pauvreté » dans certains États membres, comme la Suède ou la Grande-Bretagne jusqu'à un taux de remplacement supérieur à 60 % des derniers salaires comme en France (y compris régimes complémentaires obligatoires) ou en Allemagne. ■■■

... Un deuxième pilier lié au statut d'employé

Le deuxième pilier, ou régime complémentaire, est un régime professionnel obligatoire. Il peut être géré selon le principe de la répartition, comme en France pour les systèmes à points des régimes AGIRC/ARRCO, ou comme dans de nombreux autres pays, être géré en capitalisation par des institutions spécialisées, souvent paritaires. Dans le cas de la capitalisation, les cotisations des salariés d'une entreprise (ou de l'État, dans le secteur public), d'un groupe d'entreprises ou d'un secteur sont investies sur les marchés financiers, et le rendement de ces investissements est capitalisé (et non distribué).

Les employeurs, individuellement ou au sein d'un secteur, sont alors tenus d'offrir à leurs salariés ce dispositif d'épargne retraite. Dans certains pays, un système d'adhésion automatique (« auto-enrolment ») est couplé avec une option de renoncement (« opt-out ») pour les salariés. L'avantage de cette option de renoncement est de laisser le choix aux salariés, quitte à introduire des mécanismes de ré-adhésion automatique périodiques. En pratique, le taux d'adhésion dans ces pays (au Royaume-Uni par exemple) parvient à un niveau élevé, supérieur à 75 %.

Les revenus à la retraite issus de ce dispositif sont ainsi liés aux montants des cotisations et, pour les régimes en capitalisation, aux rendements des investissements réalisés.

D'un système à prestations définies à un système à cotisations définies

Historiquement, les cotisants bénéficiaient de la garantie de percevoir un certain niveau de revenu à la retraite au regard de leurs cotisations : ce système à prestations définies est progressivement abandonné au profit d'un système à cotisations définies (en particulier pour les nouveaux cotisants, aux États-Unis, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni ou en Suisse). La soutenabilité financière d'un tel engagement pour leurs financeurs (entreprises ou États) est rendue de plus en plus délicate du fait de l'augmentation des engagements (c'est à dire du montant cumulé des prestations garanties aux retraités). Désormais, le système à cotisations définies (c'est-à-dire la valorisation dans le temps des cotisations grâce aux placements) s'impose. À la retraite, le cotisant bénéficie des fruits du placement à long terme de ses cotisations sur les marchés pendant toute sa durée de cotisation, avec souvent une prise en compte en fin de carrière de l'approche de la retraite à travers une désensibilisation aux actifs risqués (une gestion pilotée à horizon, ou « life cycle »).

Un troisième pilier volontaire

Le troisième pilier complète souvent les régimes publics et professionnels obligatoires. Volontaires, individuels ou collectifs, les systèmes de retraite du troisième pilier sont également fondés sur la capitalisation, à travers des dispositifs proposés par les entreprises (comme le PER collectif, anciennement Perco, en France), ou des produits d'épargne retraite purement individuels, distribués par les banques, les assurances, les conseillers en gestion de patrimoine ou les plateformes d'épargne en ligne. Ils s'adressent à des souscripteurs qui souhaitent se constituer un capital en vue de la retraite ou compléter leurs revenus à la retraite. Les travailleurs indépendants, eux, doivent nécessairement épargner dans ce cadre pour préparer leur retraite.

Un large choix

Dans le cadre de l'épargne retraite individuelle, les souscripteurs ont une grande autonomie dans le choix de leur prestataire d'épargne retraite, de leurs fonds et de leurs allocations. Les épargnants pourront confier à un professionnel la répartition de leurs avoirs, au regard de leur profil. Surtout, en matière d'épargne retraite, des formules à horizon, définissant des allocations différentes selon l'âge, donc selon l'échéance de la retraite sont proposées : leur principe est de donner une place majeure aux placements à plus fort risque, mais aussi à plus fort potentiel de rendement, lorsque l'échéance est éloignée, puis de réduire progressivement l'exposition aux risques, à mesure que l'âge de la retraite approche.

Des incitations

Afin d'encourager les actifs à épargner pour leur retraite, les souscripteurs bénéficient de régimes fiscaux adaptés (à l'exemple du PER en France), voire de subventions publiques (à l'exemple des « plans Riester » en Allemagne). L'ajout d'une prime forfaitaire est plus incitatif qu'une déductibilité fiscale pour les plus bas revenus.

Une sortie en rente ou en capital

L'épargne retraite a vocation à compléter les revenus versés par les régimes de retraite, sous la forme d'une rente ou d'un capital. Au moment de la retraite, la perspective d'un versement exclusivement en rente apparaît excessivement restrictif pour les souscripteurs. Le dispositif français du PER se caractérise donc par un libre choix qui permet à chacun de décider le moment et de la façon dont il souhaite utiliser le capital constitué. À titre d'illustration, le dispositif allemand des Plans Riester encadre le déblocage en capital (limité à 30 % de l'épargne accumulée) ce qui explique en partie son échec relatif. De même, en France, la liberté de choix introduite par la loi Pacte en 2019 a fortement contribué à relancer l'intérêt des épargnants pour les produits d'épargne retraite individuels. Contrairement à une idée reçue, la sortie en capital n'est pas utilisée par les salariés pour récupérer leur épargne le jour de leur retraite. On observe au contraire qu'ils gardent leur épargne retraite, ne prélevant qu'une faible part (10 à 20 %) au moment de leur départ en retraite puis l'utilisant progressivement en fonction de leurs



besoins. Il est en effet important que cette phase de « décumulation », durant laquelle l'épargne accumulée est progressivement utilisée, puisse être adaptée à chaque situation, d'autant que l'horizon d'investissement peut encore atteindre vingt ans au moment du départ à la retraite.

Une combinaison entre un régime par répartition et un régime par capitalisation

La difficulté à pérenniser le mécanisme de la répartition dans un contexte de vieillissement de la population a convaincu certains États, en particulier depuis une trentaine d'années, de construire un système complémentaire, fondé sur la capitalisation.

Son avantage majeur est de ne pas faire peser uniquement sur les actifs la charge de financer la retraite de leurs aînés. Leurs cotisations retraite sont donc allégées ou, a minima, elles n'ont pas vocation à augmenter malgré le vieillissement de la population.

L'ambition à terme est de permettre aux bénéficiaires d'un système par capitalisation de disposer d'un revenu à la retraite plus élevé, à cotisations égales, que celui issu d'un système par répartition, du fait d'une gestion des capitaux qui recherche le rendement à long terme net d'inflation en investissant notamment dans des actifs considérés comme plus risqués, tels les actions, qui offrent un potentiel de rendement plus rémunérateur sur le long terme. En ce sens, alors que le rendement d'un régime par répartition est corrélé au taux de croissance d'un pays, le rendement d'un régime par capitalisation est quant à lui corrélé au taux de rendement des capitaux, qui lui est statistiquement supérieur.

Un mode de financement à définir

Pour anticiper et limiter la hausse des dépenses de retraite, beaucoup de pays ont fait une place

plus grande à la capitalisation. C'est ainsi que la Suède, qui a entamé une telle réforme en 1995, a attribué une partie des cotisations retraite de son premier pilier à un régime auxiliaire en capitalisation, la majeure partie de celles-ci continuant à financer la répartition. Pour sa part, en 2012, le Royaume-Uni, a renforcé son régime par capitalisation pour y ajouter un système d'adhésion automatique en augmentant progressivement les cotisations des employeurs et des employés et en le rendant obligatoire pour les grandes entreprises dans un premier temps, puis aux plus petites dans un second temps.

Une période de transition à anticiper

Réformer un système de retraite fondé essentiellement sur la répartition pour introduire une dose de capitalisation implique une période de transition pour éviter que les jeunes actifs payent à la fois les retraites par répartition de leurs aînés et les cotisations au nouveau régime en capitalisation.

Aussi, soit la répartition continuera à offrir le même niveau de pension aux nouveaux retraités, et donc son financement ne pourra être réduit pendant la période de transition, soit la capitalisation jouera rapidement son rôle, grâce à la mobilisation d'un capital d'amorçage. La source de financement de ce capital d'amorçage reste à définir (transfert ou cession de participations ou de biens immobiliers de l'État, émissions obligataires dédiées, réaffectation de recettes fiscales...). Il peut aussi être envisagé de ne faire basculer vers le régime par répartition que les actifs en dessous d'un certain âge, donc suffisamment éloignés de l'âge de la retraite pour que le cumul de leurs cotisations puisse leur assurer un véritable complément de retraite. Néanmoins un moindre financement par ces actifs des pensions des retraités devra être compensé. ¹

1 - Source : Rapport annuel - juin 2025. 2 - Bulletin économique N° 7 - 2020.

« Pour parvenir à une bonne couverture de la population, un système obligatoire est plus efficace »



Stéphanie Payet, Analyste des politiques, retraites par capitalisation, **OCDE**

Vous analysez au sein de l'OCDE l'évolution des régimes de retraite. Les régimes par capitalisation ont pris de l'ampleur depuis une vingtaine d'années. Comment ces régimes se sont-ils développés ?

La mise en place de systèmes de retraite par capitalisation emprunte des voies diverses selon les pays. Beaucoup d'entre eux se sont fondés sur des régimes professionnels. Cependant, en Europe centrale, ils ont été créés et pilotés par les États et s'appuient sur des régimes individuels où l'employeur n'a pas de rôle quant à la création du plan de retraite. En France, l'épargne retraite peut être individuelle ou professionnelle. Un choix qui ne lui a pas encore

permis de couvrir une proportion importante de sa population. Le caractère obligatoire ou non d'un régime est, dans cette perspective, clé. Le taux de participation de la population est très élevé (supérieur à 80 %) en Suède, en Suisse ou au Danemark, dans le cadre de régimes professionnels obligatoires, mais aussi au Chili, au Costa Rica ou en Lettonie, par exemple, dans le cadre de systèmes individuels mais obligatoires également. Les États-Unis et le Canada, qui ont conservé des régimes volontaires, présentent des taux de participation plus faibles, de l'ordre de 40-50 %.

Quelles sont les incitations financières mises en œuvre pour encourager les actifs à participer à un système par capitalisation volontaire ?

Ces incitations sont de deux ordres : fiscales ou non fiscales. Si les incitations fiscales sont plus attractives pour les actifs les plus fiscalisés que pour les plus modestes, elles sont en pratique efficaces. Les incitations non fiscales se matérialisent par un abondement ou une subvention forfaitaire. L'abondement de l'État est généralement proportionnel au montant du versement (ou parfois du salaire), avec un taux très variable selon les pays, de moins de 5 % à 50 voire 100 %, tandis que la subvention se caractérise par un montant fixe et égal pour tous, ce qui le rend plus intéressant pour les salariés les plus modestes. Les « plans Riester » allemands, lancés au début des années 2000, offrent cet avantage (à hauteur de 175 euros, voire plus selon le nombre d'enfants, contre une cotisation d'au moins 4 % du revenu). Le succès de ces plans de retraite au cours des années qui ont suivi leur lancement s'est atténué depuis, car la garantie offerte et les frais prélevés ont impliqué un rendement net décevant.

Quels enseignements tirez-vous des systèmes d'« auto-enrolment » (adhésion automatique) ?

Dans le cadre de systèmes d'adhésion automatique, les salariés cotisent automatiquement au système de retraite par capitalisation de leur entreprise, mais ils bénéficient d'une option de sortie (« opt-out »). Ces systèmes sont une réussite au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande, puisqu'environ 90 % des salariés sont enrôlés (seuls 10 % d'entre eux décident d'en sortir). Mais ce résultat s'explique en partie par la faiblesse du régime de retraite de base dans ces deux pays. En Pologne, en Turquie ou en Italie, l'adhésion automatique n'a pas connu le même succès. Nous constatons que pour parvenir à une bonne couverture de la population, un système obligatoire est bien plus efficace qu'un système d'adhésion automatique avec option de sortie, qui induit des coûts de gestion administrative. L'adhésion automatique est une option de second choix, lorsqu'un système obligatoire n'est pas envisageable.


Quelles sont les recommandations de l'OCDE concernant les systèmes par capitalisation à cotisations définies ?

L'OCDE a publié dix recommandations pour la bonne conception des plans de retraite à cotisations définies. Outre l'adhésion automatique et les incitations, fiscales ou non, que nous venons d'évoquer, afin d'encourager les actifs à adhérer, il est important de simplifier les choix en matière de montant de cotisation, d'investissement et de mode de paiement. Cela passe par la limitation du nombre d'options proposées et l'offre d'options par défaut. Le taux de cotisation peut ainsi être fixé à un certain niveau au début (3-4 %), puis être augmenté chaque année automatiquement, avec une option de refus. Le cotisant doit pouvoir aussi choisir son prestataire et sa stratégie d'investissement ou adhérer à une stratégie par défaut, définie en termes de risque (équilibrée ou conservateur) ou fonction de l'horizon du départ à la retraite, avec une approche « lifecycle », qui consiste à réduire l'exposition aux actifs risqués à l'approche de la retraite. Le mode de sortie (en rente ou en capital) doit aussi permettre une certaine flexibilité, afin de prendre en compte la situation de chaque retraité, et d'éventuelles autres sources de revenu à la retraite. Si nous reconnaissons que les retraités peuvent ne pas avoir besoin de convertir l'ensemble de leur épargne en rente, nous sommes cependant favorables à un montant minimum. Il nous semble qu'il est préférable de décourager une sortie exclusivement en capital, sauf dans les situations de trop fort endettement ou lorsque le capital épargné est très faible.

Quelles sont les bonnes pratiques pour assurer la transition vers un système intégrant la capitalisation ?

Quelques pays, comme le Chili ou le Mexique, ont effectué un basculement complet d'un régime par répartition vers un régime par capitalisation dans les années 1980-90. Ce choix drastique n'a pas été, au cours des dernières années, la démarche la plus courante. L'alternative se situe plutôt entre une substitution d'une partie des cotisations finançant la répartition par des cotisations finançant la capitalisation, et une augmentation des cotisations retraite afin de financer la capitalisation, sans toucher au financement de la répartition. Le choix de la substitution partielle a été fait en Suède depuis 1995 (2,5 % alimentent la capitalisation tandis que 16,0 % continuent d'alimenter la répartition), ainsi que dans plusieurs pays d'Europe centrale : en Bulgarie, en Roumanie et en Lettonie (ainsi qu'en Hongrie et en Pologne mais avec un retour en arrière depuis leurs réformes). L'augmentation des cotisations retraite destinées à la capitalisation a été mise en œuvre au Royaume-Uni en 2012, par exemple. Dans le cadre de cette réforme, le caractère progressif de l'augmentation est à relever : elle a été répartie sur sept ans (pour atteindre au minimum 3 % pour les employeurs et 5 % pour les employés) et a d'abord concerné les plus grandes entreprises, puis les plus petites dans un second temps.

Pour ces pays, quels sont les objectifs de la mise en place d'un système par capitalisation ?

En se fondant sur des calculs actuariels, les pays qui mènent ces réformes via des substitutions complètes ou partielles anticipent un rendement des placements sur les marchés offrant un surcroît de revenu aux retraités ou à minima un revenu équivalent à la situation antérieure à la réforme. Ils ne doivent cependant pas se montrer trop optimistes sur les hypothèses prises, au risque de ne pas atteindre le revenu cible et décevoir la population. L'objectif est aussi d'améliorer le financement de l'économie locale et ainsi d'accroître sa productivité. Nous ne sommes pas favorables pour autant à des seuils d'investissement établis par régulation, qui limiteraient la flexibilité des gestionnaires d'épargne retraite en termes d'allocation d'actifs et de recherche d'un rapport rendement-risque optimal. En pratique, nous constatons que ces gestionnaires contribuent au financement de leurs économies, afin de bénéficier des opportunités d'investissements qu'ils identifient sur leurs marchés. 

Les systèmes de retraite par capitalisation se généralisent dans l'OCDE

La combinaison d'un système de retraite par répartition et d'un système par capitalisation s'est généralisée dans les pays de l'OCDE. Cependant les approches varient : système volontaire ou obligatoire, fondé sur des incitations financières plus ou moins généreuses, offrant ou non une liberté de choix de placements ou une gestion pilotée, privilégiant la sortie en rente ou en capital.

Depuis une vingtaine d'années, de nombreuses réformes ont été entreprises. Pour sa part, la France est le pays de l'OCDE qui s'est le moins ouvert à la capitalisation : le financement par répartition représente environ 98 % de ses dépenses de retraite contre environ 83 % pour la moyenne de l'OCDE¹.

Un objectif d'inclusion

Les réformes ont eu pour objectif de permettre à une proportion la plus large possible de la population de bénéficier d'un régime de retraite par capitalisation, de veiller à ne pas le réserver aux salariés les plus aisés ou ceux des plus grandes entreprises. Le taux de couverture (ou de participation) au sein de la population indique si cet objectif est atteint. « Plus de la moitié de la population d'âge actif adhère à un système de retraite par capitalisation dans la plupart des pays de l'OCDE », observe l'OCDE².

Plans de retraite obligatoires

Certains pays ont mis en place des systèmes obligatoires ou quasi-obligatoires (« mandatory plans ») et parmi ces pays, quelques-uns parviennent à atteindre un taux de couverture de près de 100 % de leur population (de 15 à 64 ans, selon les données de l'OCDE). C'est le cas en Suède, en Lettonie et aux Pays-Bas. Un taux très élevé, supérieur à 80 % est aussi atteint au Chili, au Mexique, en Israël ou en Suisse par exemple.

Plans de retraite volontaires

Selon les données de l'OCDE, plusieurs pays affichent un fort taux de participation aux plans de retraite volontaires liés à l'emploi (« voluntary occupational pension plans »), notamment l'Irlande, où plus de 60 % des 15-64 ans sont couverts, mais aussi la Belgique, l'Allemagne ou le Japon. À environ 25 %, la France est en retrait, derrière les États-Unis et le Canada, mais devant des pays comme la Pologne, l'Autriche ou l'Italie. Les montants accumulés dans ces dispositifs restent toutefois relativement modestes lorsque l'adhésion repose principalement sur le volontariat.

Des initiatives pour rendre plus inclusifs les systèmes de retraite par capitalisation

L'OCDE observe que les salariés non couverts par des conventions collectives et les travailleurs indépendants ont tendance à être exclus. Aussi elle prône, outre des systèmes de retraite mutualisés entre plusieurs employeurs facilitant l'offre de plans de retraite par capitalisation par les petits employeurs, le développement d'offres distribuées par les établissements financiers et par les associations de travailleurs indépendants.

Les incitations financières doivent être efficacement paramétrées

Les incitations financières en faveur de l'épargne retraite sont de plus en plus généreuses dans de nombreux pays. Cependant, les avantages fiscaux ont l'inconvénient de souvent favoriser les classes sociales les plus aisées. Aussi, des dispositifs d'abondement et de subventions ciblant les plus bas revenus, et financés par l'État ou par les employeurs, se sont développés. Ces aides proviennent généralement de l'entreprise dans les produits d'épargne retraite professionnelle, tel l'abondement dans les PER d'entreprise collectifs en France ou le « matching contribution » dans les plans 401k américains. Ces incitations, pour être efficaces, doivent bénéficier d'un cadre juridique et fiscal stable dans le temps, de façon à encourager l'épargne sur le long terme. L'aide d'État éventuelle peut être plus ou moins généreuse. En proportion de l'apport du cotisant, elle se situe couramment entre 20 % (en Colombie, en Tchéquie et en Hongrie) et 50 % (en Australie, au Chili et en Nouvelle-Zélande). Plusieurs pays ciblent plus particulièrement les populations à faibles revenus ou, comme en Allemagne en particulier, les femmes.

Une liberté de choix des placements plus ou moins grande

Certains régimes de retraite par capitalisation ont opté pour une gestion purement mutualisée et n'offrent donc pas de liberté de choix aux adhérents. Plusieurs formules existent. Soit l'allocation est la même pour tous les bénéficiaires, quel que soit leur âge. Dans ce cas, la modulation entre les contributions et les prestations se fait selon un système en points (points d'acquisition en entrée et points de service en sortie). C'est typiquement le cas en France de l'ERAFP, qui gère la retraite additionnelle des fonctionnaires.

Mais la gestion, tout en restant collective, peut être davantage individualisée selon chaque épargnant, avec plus ou moins de liberté quant aux choix des placements, comme dans la récente réforme du régime professionnel aux Pays-Bas ou dans le régime auxiliaire suédois.

Ainsi, en Suède, un choix est donné entre le fonds par défaut (AP7) ou jusqu'à cinq fonds parmi plusieurs centaines de fonds agréés. Aux États-Unis, les adhérents des plans 401k disposent d'un large choix de fonds proposés par leur employeur et ont donc la responsabilité de faire leurs propres allocations. Une

option par défaut est généralement proposée, de type gestion pilotée (« lifecycle »). En France, les PER collectifs offrent en moyenne une dizaine de fonds au choix des salariés, en plus de la gestion pilotée en fonction de leur horizon de retraite.

Une gestion pilotée par défaut voire généralisée

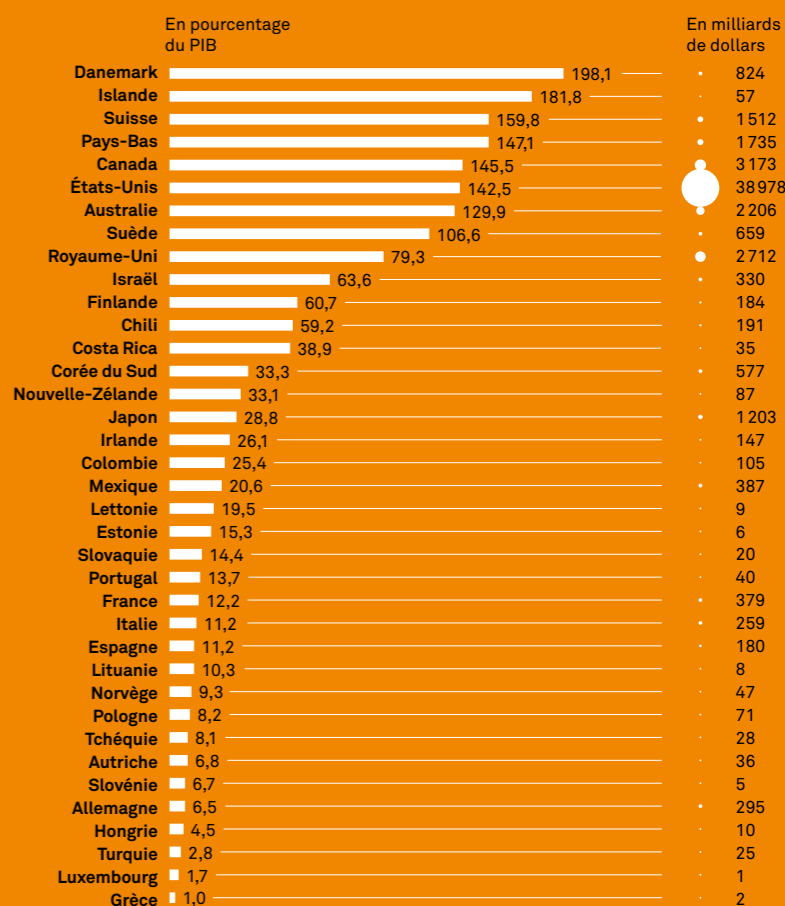
La gestion pilotée consiste, en matière d'épargne retraite, à maximiser l'espérance de gain sur le capital dans le temps à travers des investissements sur des actifs présentant un profil de rendement-risque élevé, principalement les marchés actions, lorsque l'épargnant est jeune et dispose donc d'un long horizon d'investissement. Dans ce contexte, c'est ainsi le facteur temps qui a un impact majeur du fait de l'appréciation des actions dans la durée, mais aussi du fait de la capitalisation des revenus – on parle d'effet « boule de neige », car les intérêts et dividendes sont réinvestis de manière à ce qu'ils génèrent à leur tour des plus-values. À mesure que la retraite approche, le portefeuille est progressivement désensibilisé par des investissements vers des supports d'investissement présentant un profil de rendement-risque plus faible (« lifecycle management »).

Des encours représentant plus de 50 % du PIB en moyenne dans l'OCDE

La montée en puissance des régimes de retraite par capitalisation s'est traduite par une forte augmentation de leurs actifs : « Les actifs de retraite ont connu une croissance importante au cours des deux dernières décennies. Dans les économies avancées, leur part du PIB a pratiquement doublé pour atteindre 55 % en moyenne, et dépasse même 100 % dans huit pays », indique ainsi l'OCDE, qui chiffre leurs encours à 63 000 milliards de dollars (fin 2023). C'est ainsi qu'ils atteignent même près de 200 % du PIB au Danemark et environ 150 % du PIB en Suisse, aux Pays-Bas, au Canada ou aux États-Unis. Ces niveaux d'encours en font les « principaux investisseurs sur les marchés financiers mondiaux, ainsi que sur les marchés de capitaux privés » précise l'OCDE – et en conséquence, des financeurs majeurs de l'économie dans leurs pays respectifs.

Source : OCDE

Actifs des institutions de retraite dans les pays de l'OCDE



■ ■ ■ Cette stratégie d'investissement est très couramment mise en œuvre, soit dans le cadre de systèmes de retraite professionnels (au Danemark, en Suède, aux Pays-Bas, 401k aux États-Unis), soit dans le cadre de systèmes individuels ou facultatifs où elle est souvent appliquée par défaut (en France [avec le PER], au Royaume-Uni [dans le cadre du Nest], aux États-Unis [IRA]). Elle permet de se prémunir contre le plus grand risque qui existe pour la retraite : l'érosion de son capital face à l'inflation. Des placements trop conservateurs génèrent des rendements insuffisants pour compenser l'inflation.

Les conditions de sortie à la retraite : rente, capital ou combinaison des deux

Au moment de la retraite, un choix entre une sortie en rente ou en capital est offert dans de nombreux pays. C'est le cas en France, dans le cadre du PER, mais aussi au Royaume-Uni depuis le « Pension Freedom Act » de 2015, ainsi qu'aux États-Unis (régimes 401K et IRA) et en Suisse. En Allemagne, une sortie mixte est possible dans le régime par capitalisation volontaire, mais la rente doit représenter au moins 30 %.

Quelques pays prévoient une sortie obligatoire ou quasi obligatoire en rente pour leur système par capitalisation. Au Danemark, aux Pays-Bas ou en Suède, dans le cadre de leur deuxième pilier, les conditions d'un retrait en capital sont strictes.

Dans un système volontaire, imposer la sortie en rente peut être un frein à son développement. Elle est donc plutôt imposée dans les systèmes par capitalisation obligatoires du deuxième pilier.

Des cotisants suédois bien informés

Chaque actif suédois (à partir de 28 ans) reçoit chaque année son « enveloppe orange », qui établit un bilan personnel de sa situation, concernant le régime par répartition et le régime par capitalisation. Elle lui indique le montant prévisionnel de sa pension de retraite au regard de ses cotisations, de son espérance de vie, de l'âge auquel il souhaite partir à la retraite, de l'évolution attendue du rendement de la capitalisation, de l'évolution des salaires et de la situation des systèmes de retraite par répartition et par capitalisation. Du fait de l'évolution de ces différents facteurs, ce montant prévisionnel est susceptible d'évoluer chaque année, à la hausse ou la baisse. L'objectif de ce bilan annuel est de responsabiliser les actifs suédois, afin de les encourager à préparer leur retraite.

Les piliers 2 et 3 gagnent en importance au sein des États européens

De nombreux pays européens ont entrepris depuis une vingtaine d'années des réformes visant à accroître la place de la capitalisation dans leurs régimes de retraite.

En Suède, une dose de capitalisation dans le premier pilier

Dès la fin des années 1990, la Suède a fait le choix de l'intégration d'une dose de capitalisation dans le premier pilier de son système de retraite. Précisément, au mécanisme de retraite par répartition, représentant 16 % du salaire des cotisants s'ajoute un mécanisme de retraite par capitalisation obligatoire, représentant 2,5 % du salaire (Premiepension). Les Suédois sont amenés à choisir leurs supports de placements parmi une large gamme de fonds, sélectionnés selon un processus rigoureux d'appel d'offre, parmi des fonds ouverts, avec une tarification privilégiée. En l'absence de choix leur épargne est orientée vers un fonds par défaut (AP7), qui combine un compartiment actions et un compartiment obligataire, dont l'allocation évolue selon l'horizon du départ à la retraite du cotisant. Ce fonds par défaut draine environ 40 % des flux d'épargne retraite du régime.

Le deuxième pilier, entièrement consacré à la capitalisation et qui couvre pour sa part 90 % des salariés, se caractérise par des régimes professionnels obligatoires, fondés sur des accords collectifs. Ils sont progressivement passés du principe des prestations définies à celui des cotisations définies.

Aux Pays-Bas, une réforme récente en faveur d'un système à cotisations définies

Le deuxième pilier néerlandais concerne 90 % des salariés et représente plus de 40 % des revenus des retraités. C'est ainsi que les Pays-Bas sont le seul pays de l'Union européenne où plus de la moitié des dépenses de retraites proviennent de la capitalisation. Les branches professionnelles sont affiliées à un fonds de branche obligatoire.

Le système de retraite a été réformé au 1^{er} janvier 2023, avec pour objectif principal de passer d'un système à prestations définies, qui garantissait un certain taux de remplacement du salaire, mais dont le coût était devenu trop élevé pour les employeurs, à un système à cotisations définies. Les syndicats, employeurs et prestataires de services de pension disposent de plusieurs années (jusqu'au 1^{er} janvier 2027) pour adapter leurs régimes de pension à la nouvelle loi. L'approche néerlandaise est quant à elle nuancée : tout en évoluant vers des comptes individuels, le système conserve d'importants éléments collectifs et des mécanismes de solidarité. Les pensions pourront ainsi augmenter ou diminuer en fonction de la conjoncture économique ; et des mécanismes de réserves de solidarité sont prévus pour atténuer les baisses.

La transition ne se fait pas vers un modèle à cotisations définies pur, mais vers un système hybride où les risques et les rendements sont partielle-



ment transférés aux individus tout en préservant certaines protections collectives.

Un système danois à cotisations définies depuis deux décennies

Le modèle danois repose sur un système mixte combinant retraite publique universelle, fonds de pension obligatoires par capitalisation gérés par les partenaires sociaux et épargne individuelle facultative. Depuis les années 1990, des accords collectifs entre partenaires sociaux ont permis l'instauration de régimes de retraites par capitalisation obligatoires, par branches (pilier 2). Ils couvrent plus de 90 % des salariés et sont devenus la principale source de revenus des retraités. En parallèle, depuis deux décennies, ces régimes ont évolué d'un système à prestations définies vers un système à cotisations définies. Le Danemark a ainsi fait figure de pionnier en la matière.

Son système se caractérise par une approche collective forte, préservant des éléments de solidarité tout en évoluant vers des comptes individuels. Le pays a réussi cette transition en impliquant les partenaires sociaux et en maintenant une approche équilibrée du partage des risques. Aujourd'hui, le système bénéficie de la multiplication des régimes complémentaires négociés par branche d'activité, et de la généralisation de l'épargne-retraite individuelle, encouragée par des incitations fiscales.

Une place majeure pour la capitalisation dans le système britannique, avec une généralisation de l'« automatic enrolment »

Au Royaume-Uni, le système public par répartition prend à sa charge une pension relativement faible. Le pays est ainsi l'un de ceux où la capitalisation occupe la place la plus importante dans le financement des retraites en Europe. Très répandus jusqu'aux années 2000, les régimes à prestations définies ont presque disparu.

Depuis 2012, le pays a généralisé l'« automatic enrolment », qui oblige les employeurs à inscrire leurs employés admissibles à un régime de retraite professionnel par capitalisation. Les employés sont automatiquement inscrits et doivent cotiser, mais ils ont la possibilité de se retirer du régime (moins de 10 % le font).

Dans le même temps, le « National Employment Savings Trust (Nest) », un organisme public, a été créé afin d'offrir un régime de retraite par capitalisation aux salariés britanniques qui n'avaient pas accès à un fonds de pension d'entreprise, en particulier les salariés de PME. Il a permis de doubler la participation à un régime de retraite dans le secteur privé en dix ans : plus de 10 millions de Britanniques y sont affiliés.

Un système mixte et obligatoire en Finlande

La Finlande dispose d'un système de retraite mixte unique en son genre, combinant les éléments du premier et du deuxième pilier au sein d'un seul régime obligatoire. L'ensemble de la population active est couvert, y compris les indépendants et les fonctionnaires, avec un minimum retraite garanti, fonction du salaire et dont le montant est fixé par la loi et indexé sur l'indice du coût de la vie. Le système est partiellement fondé sur la capitalisation et il est géré par des fonds de pension privés structurés comme des mutuelles. Le système est géré par les partenaires sociaux, ce qui crée une approche collaborative de la gestion des retraites. ¹

¹ - Organisation for Economic Co-operation and Development, Pensions at a Glance 2023, cité par Eric Weil dans La Grande Conversation. 2 - OECD Pensions Outlook 2024.

« L'objectif de la capitalisation est d'offrir plus d'équité, en visant à faire profiter l'ensemble de la population des revenus du capital »



Eric Weil, Essayiste, spécialiste des retraites

Eric Weil a publié fin 2025 un ouvrage *Retraites : un blocage français* (Éditions Plon) consacré au système français de retraite. Il y explique ses mécanismes, ses réformes successives et trace des perspectives d'évolution.

Comment la question d'une réforme des retraites devrait s'appréhender dans le contexte plus large de la politique budgétaire de la France ?

Nous devons d'abord partir du constat suivant : les dépenses de retraite constituent le premier poste de dépenses publiques, représentant environ 25 % de l'ensemble. En la matière, l'importance prise par les retraites, et plus généralement par les dépenses sociales, provoque un effet d'éviction aux dépens des autres postes budgétaires. On pense, en particulier, à celles

tournées vers l'avenir (école, transition écologique, innovation, etc.). Dans ce contexte, toute réforme des retraites visant à faire travailler plus longtemps les Français permettra de relâcher la pression sur les finances publiques. En augmentant le taux d'emploi des seniors, elle permettrait non seulement d'équilibrer le système des retraites, mais, au-delà, de dégager des recettes sociales et fiscales supplémentaires pour l'ensemble de la sphère publique. Le rééquilibrage des comptes passera donc par une nouvelle réforme des retraites.

Une réforme du régime général en répartition est-il un préalable aux discussions sur l'introduction d'une part en capitalisation obligatoire ?

L'équilibre du régime des retraites ne sera pas atteint rapidement. En l'absence de nouvelles réformes, il est attendu en déficit de l'ordre de 30 milliards d'euros en 2045. Aussi, l'introduction d'une part de capitalisation ne devrait pas attendre un hypothétique retour à l'équilibre, qui ne sera pas atteint à court terme. Reste que la montée en charge de la capitalisation ne peut qu'être progressive et la situation de déficit du régime actuel, comme des finances publiques en général, doivent faire partie de l'équation.

Nous disposons en effet de peu de marges de manœuvre pour financer la période de transition vers un système mixte. Pour rappel, cette transition impliquerait que, pendant plusieurs décennies, il faille cotiser deux fois : une première pour financer les pensions déjà liquidées dans le cadre de la répartition ; une seconde pour constituer ses propres droits à la retraite dans le cadre de la capitalisation.

Quels sont les leviers qui devraient être mis à contribution pour le financement de ce régime en capitalisation obligatoire (période de transition et période de croisière) ?

Par quelque bout que l'on prenne le sujet, la mise en place d'un pilier par capitalisation obligatoire pour tous se payera, pendant la période de transition, soit d'une dégradation de la compétitivité, soit d'une baisse du pouvoir d'achat, soit d'une baisse des pensions de retraite, soit d'un endettement croissant. Ce n'est qu'au bout de quelques décennies que l'on commencera à en récolter les premiers fruits. Pour financer la longue période de transition, il n'existe en effet aucune solution miracle, qui consisterait par exemple à vendre des actifs de l'État ou à puiser dans les régimes de retraites existants. Au niveau de l'ensemble des finances publiques, ces leviers ne réduiraient pas la facture : ils reviendraient à « déshabiller Paul pour habiller Jacques ». La mise en place d'un régime par capitalisation obligatoire pour tous passe par la création d'une nouvelle cotisation dédiée. Elle serait financée soit par une baisse parallèle des cotisations retraites dédiées à la répartition, soit par une hausse des cotisations employeurs ou salariés, soit encore par de l'endettement si cette cotisation devait être prise en charge par le budget de l'État. De là quelques solutions d'équilibre existent, à la fois acceptables politiquement et soutenables budgétairement. Une première pourrait consister à proposer aux salariés de cotiser à un régime par capitalisation, en leur offrant la possibilité d'en sortir s'ils font le choix de préserver leur pouvoir d'achat, au détriment de leur retraite future. Cette solution dite d'« opt-out » peut se révéler efficace : en pratique, dans les pays qui l'ont mise en place, comme le Royaume-Uni, la plupart des salariés préfèrent rester dans le nouveau système. Une seconde solution consisterait à créer une nouvelle cotisation prise en charge par le budget de l'État. Pour limiter les effets sur le déficit public, qu'il faudra baisser dans les prochaines années, celle-ci serait nécessairement très faible au début, mais elle permettrait d'enclencher une dynamique, et pourrait ensuite augmenter progressivement jusqu'à atteindre un, voire deux

points. Enfin, un transfert d'une partie des cotisations de l'Agirc-Arrco pourrait être envisagé compte tenu des excédents de ce régime. Cela impliquerait d'en baisser les réserves voire d'en réduire les pensions versées. Selon nos calculs, en retenant l'hypothèse moyenne d'un rendement net du capital de 3 %, si un point de cotisation retraite était dédié à la montée en charge d'un régime obligatoire par capitalisation, l'encours constitué serait d'environ 500 milliards d'euros à l'horizon de trente ans, et les dépenses de retraite issues de ce régime représenteraient environ 7 % du total. Compte tenu du coût de la transition, il semble en toute hypothèse envisageable de viser une part cible de retraite issue de la capitalisation supérieure à 15 % de l'ensemble des pensions de retraite, ce qui permettrait tout de même d'accumuler au bout de trente ans un capital d'environ 1000 milliards d'euros.

Une solution complémentaire pourrait-elle être d'inciter les épargnants à transférer une partie de leur épargne vers des produits d'épargne retraite ?

Tout à fait. Il s'agirait par exemple de s'appuyer sur les mécanismes d'épargne salariale existants (primes de participation et d'intéressement) qui, aujourd'hui, alimentent les produits retraite de manière marginale : actuellement, environ 50 % de ces versements sont dirigés vers des plans d'épargne entreprise (PEE, débloqués au bout de cinq ans), 40 % sont perçus immédiatement en numéraire, et seulement 10 % financent des PER collectifs. Si l'État imposait à chaque individu concerné par un dispositif d'épargne salariale d'orienter au moins 50 % de ce qu'il reçoit en primes vers des PER collectifs, plus de 10 milliards d'euros les alimenteraient chaque année. De quoi augmenter à terme, et en moyenne, les pensions des salariés de 5 % à 10 %. Cette démarche aurait l'avantage de ne pas représenter un coût pour les finances publiques et de ne pas alourdir le coût du travail. Cependant cela ne serait pas neutre pour les salariés puisque leur épargne serait bloquée, sauf exceptions, jusqu'à leur retraite. Par ailleurs, seule une grosse moitié des salariés serait concernée, même si la proportion de ceux éligibles à ces dispositifs est croissante. ■■■

« Une nouvelle cotisation, nécessairement très faible au début, permettrait d'enclencher une dynamique »



« Deux arguments principaux en faveur de la capitalisation peuvent être mis en valeur : celui du financement de l'économie et celui de l'équité, car seuls les plus aisés ont les moyens d'épargner pour leur retraite »



...

L'acceptabilité politique d'une réforme des retraites est clé. Comment convaincre de l'opportunité d'intégrer une part de capitalisation obligatoire dans notre système de retraite ? Le constat d'un sur-rendement des capitaux dans un régime par capitalisation est-il un argument à faire valoir ?

L'argument du sur-rendement doit être manié avec précaution. Il faut se garder de vendre du rêve. Les régimes de retraite par capitalisation à l'étranger dégagent ces dernières décennies des rendements nets d'inflation de l'ordre de 3 % en moyenne. Ce qui est bien supérieur au rendement moyen d'1 % de notre système par répartition, en régime de croisière, mais ce n'est pas 7 % ou 8 % comme on l'entend parfois. Mais il faut ajouter que le vieillissement affectera à l'avenir le rendement du capital, en particulier en Europe où il frappe plus durement. Pour assurer une bonne performance des régimes par capitalisation, il faudra donc aller chercher du rendement sur des actifs extra-européens. En d'autres termes, la capitalisation ne peut pas atteindre tous les objectifs : celui d'un excellent rendement et celui d'une injection massive de capital dans l'économie européenne. Ce sera l'un ou l'autre.

Afin de parvenir à mobiliser les Français, deux arguments en particulier peuvent être mis en valeur. En premier lieu, celui du financement de l'économie et spécifiquement du financement de l'innovation. Même si la recherche de rendement implique de ne pas cantonner les investissements aux actifs européens, une part des cotisations resterait investie sur le continent. Elle pourrait représenter environ 10 % à 40 % des placements, soit à terme près de 100 à 400 milliards d'euros dans l'hypothèse de deux points de cotisation dédiés. En second lieu, l'argument de l'équité doit être avancée. Aujourd'hui, seuls les plus aisés ont les moyens d'épargner pour leur retraite future. Un régime obligatoire par capitalisation permettrait à l'ensemble de la population de profiter des rendements du capital.

Quels sont selon vous les mesures clés favorisant une équité intergénérationnelle dans nos systèmes de retraite ?

Le sujet de l'équité intergénérationnelle est majeur. Si les générations nées dans les années 1930-40 ont récupéré quatre fois leurs cotisations durant leur retraite, les jeunes retraités, les babyboomers, n'en récupéreront que deux fois, tandis que pour les actifs actuels, nés à partir des années 1980, ce sera plutôt une fois, voire moins...

Dans une perspective d'équité intergénérationnelle, le scénario à privilégier consisterait d'abord à demander un effort aux retraités actuels. Désindexer les pensions de retraite ou alourdir la fiscalité sur les retraités permettrait en effet de dégager des marges de manœuvre budgétaires en faveur des plus jeunes, soit en réduisant la dette qui leur est léguée, soit en accroissant les dépenses d'avenir (école, transition écologique, innovation, etc.), soit en finançant la montée en charge d'un régime supplémentaire par capitalisation, ce dernier pouvant amortir le décrochage anticipé des futures pensions de retraite. 5

Entretien réalisé en février 2026

En France, la réforme du PER a répondu à un besoin

Le PER, créé en 2019 par la loi Pacte, est né du besoin d'encourager l'épargne en vue de la retraite, en simplifiant et en harmonisant les dispositifs existants.



Cette redéfinition a objectivement porté ses fruits, plus d'une douzaine de millions d'actifs y souscrivant depuis, à titre individuel ou à travers l'offre de leur employeur.

Un très rapide développement

Le PER a déjà convaincu près de 13 millions de Français, indique le ministère de l'Économie et des Finances : les PER en entreprises comptent 7,8 millions de titulaires, tandis que les PER individuels en comptent 4,8 millions (à fin septembre 2025). Son développement a été très rapide, puisque la barre du million de titulaires avait été franchie dès 2020. Si cette progression a été portée à l'origine par le transfert de produits d'épargne retraite antérieurs à la loi Pacte, cette source ne représente désormais que la moitié du volume des PER, analyse le ministère. En quelques années, plusieurs millions d'actifs ont ainsi été nouvellement équipés en épargne retraite. Cette évolution se traduit aussi par une forte hausse des encours gérés par les PER, puisqu'ils sont passés de 5,9 milliards d'euros, début 2020, à 141,1 milliards (fin septembre 2025), répartis entre PER individuels (82,4 milliards) et PER en entreprises, dits obligatoires (27,1 milliards) ou collectifs (31,7 milliards).

L'épargne retraite collective n'est pas réservée aux salariés des grandes entreprises. Plus de 250 000 entreprises françaises, dont une importante proportion de PME, ont décidé de donner

accès à un dispositif d'épargne retraite à leurs collaborateurs et ainsi 4,5 millions d'entre eux en bénéficient, selon la dernière enquête de l'AFG. Le phénomène s'est accéléré depuis la création antérieure du Perco en 2003, et cette dynamique ne se dément pas, puisque les PER collectifs ont compté 300 000 nouveaux épargnants entre mi 2024 et mi 2025, le nombre d'entreprises proposant ces dispositifs progressant de plus de 20 000.

Outre l'harmonisation des dispositifs d'épargne retraite à travers un véhicule unique – le PER – la souplesse de son mode de fonctionnement constitue un élément clé.

Trois types de PER

PER individuel

Le PER individuel, qui peut être souscrit auprès de son conseiller financier habituel, sous la forme d'un contrat d'assurance-vie ou d'un compte-titres, a remplacé le PERP et le contrat Madelin. Les versements y sont entièrement volontaires, tant dans leur fréquence que dans leur montant. Surtout, contrairement aux produits qu'il a remplacés, le PER offre au titulaire, au moment de la retraite, la possibilité de choisir entre une sortie en capital, en rente, ou une combinaison des deux.

PER collectif

Le PER collectif est un plan d'épargne retraite mis en place par un employeur. Il a remplacé le Perco. Accessible à tous ses salariés (parfois sous condition d'ancienneté), il est facultatif.

Le salarié titulaire peut combiner des versements volontaires avec des sommes issues de l'intéressement, de la participation, d'un compte épargne-temps. Ces sommes sont généralement complétées par un abondement de l'employeur. Il a le choix, au moment de sa retraite, entre une sortie en capital ou en rente ou une solution mixte. Il peut aussi laisser fructifier son épargne sur son PER collectif et l'utiliser progressivement en fonction de ses besoins. C'est ce qui se passe dans une très grande majorité de cas où les salariés ne récupèrent que 10 à 20 % des sommes à la retraite puis progressivement.

PER obligatoire

Le PER obligatoire, également mis en place par l'entreprise, peut bénéficier à l'ensemble des salariés ou à certaines catégories d'entre eux, les cadres par exemple. L'adhésion devient alors obligatoire pour les salariés concernés. Ce dispositif a remplacé les anciens contrats dits « article 83 ».

Aux versements obligatoires du salarié titulaire s'ajoutent les versements obligatoires de l'entreprise. La sortie se fait par principe obligatoirement en rente pour les sommes issues des versements obligatoires. ■■■

... Régime fiscal

À la suite de versements volontaires (quel que soit le type de PER)

L'épargnant peut choisir de déduire ses versements de ses revenus imposables (dans la limite de 10 % de ses revenus). En contrepartie, il sera imposé à la sortie. En cas de sortie en capital, le capital initial sera alors imposé à l'impôt sur le revenu et les plus-values au prélèvement forfaitaire unique (PFU). En cas de sortie en rente, celle-ci est imposable à l'impôt sur le revenu, après un abattement de 10 %.

Mais l'épargnant, en particulier s'il est peu ou pas imposé, peut faire le choix de ne pas bénéficier d'une déduction de ses versements. En cas de sortie en capital, les plus-values seront alors soumises uniquement au PFU, le capital ayant déjà été imposé. En cas de sortie en rente, celle-ci sera partiellement imposable à l'impôt sur le revenu en fonction de l'âge du titulaire.

À la suite de versements de sommes issues de l'intéressement, de la participation ou d'un compte épargne-temps (dans le cadre d'un PER collectif ou obligatoire)


Les versements seront exonérés d'impôt sur le revenu. En cas de sortie en capital, le capital ini-

tial restera exonéré d'impôt sur le revenu et les plus-values seront imposées aux prélèvements sociaux. En cas de sortie en rente, celle-ci sera partiellement imposable sur le revenu en fonction de l'âge du titulaire.

À la suite de versements obligatoires du salarié et de l'entreprise (dans le cadre d'un PER obligatoire)

Les versements seront exonérés d'impôt sur le revenu. Seule une sortie en rente viagère s'applique, elle est imposable à l'impôt sur le revenu, après abattement de 10 %.

Une gestion pilotée par défaut

Le PER permet d'investir dans des fonds, au choix du souscripteur, et sa gestion est par défaut une gestion pilotée : la répartition des placements entre les actifs risqués, et donc potentiellement les plus rentables, et les actifs moins risqués, prend alors en compte le profil choisi par l'épargnant (prudent, équilibré ou dynamique), ainsi que son âge : plus il approche de la retraite, moins la proportion d'actifs risqués sera importante, afin de « sécuriser les sommes accumulées au fil des années », précise l'Autorité des marchés financiers (AMF). 

« Par pragmatisme, les Français sont favorables à l'instauration d'une dose de capitalisation »



Bernard Sananès, Président d'Elabe

Quel regard portent les Français sur la viabilité du système de retraite actuel et comment a évolué ce jugement ?


Cette question doit être replacée dans le contexte économique et social de notre pays. Au cours des dernières années, les Français ont été impactés dans leur quotidien par deux événements. La crise sanitaire du Covid a montré combien la vie est fragile et a rappelé l'importance des enjeux de santé. L'objectif est d'être à la retraite en bonne santé, et beaucoup d'entre eux redoutent de ne pouvoir en profiter. Puis la poussée de l'inflation a pour sa part rappelé que le niveau des pensions peut être un motif d'inquiétude, surtout parmi les CSP -, dont les retraites sont modestes. Dans cette perspective, sept Français sur dix estiment que le système de retraite actuel ne peut pas perdurer en l'état et qu'il doit donc être réformé. La crainte vis-à-vis de la viabilité de ce système se manifeste surtout chez les jeunes, qui estiment qu'il ne leur permettra pas de profiter de la retraite. Les inquiétudes les plus fortes s'expriment donc plutôt parmi les plus jeunes et les plus âgés de nos concitoyens.

Les Français estiment-ils que notre système de retraite puisse répondre à leur demande de plus de justice sociale ?

L'attente des Français vis-à-vis de notre système de retraite à ce sujet est forte. Les trois quarts des

Français considèrent que la société française est injuste et ce jugement vaut aussi pour le système de retraite : plus des deux tiers des Français (65 %) le jugent injuste, un niveau en progression, puisqu'ils étaient 50 % à porter ce jugement en 2018. Ils attendent en particulier une meilleure prise en compte de la situation des femmes, de la pénibilité de certains emplois et des carrières longues. On observe un décalage entre une adhésion très majoritaire au principe d'une réforme des retraites – sept Français sur dix y étant favorables –, et un rejet également majoritaire des mesures envisagées. Le cumul des règles d'âge et de durée est perçu comme complexe, même si les débats suscités par la dernière réforme ont permis d'en améliorer la compréhension. Pour autant, aucune proposition n'a encore réussi à rassurer ni à convaincre qu'une réforme pouvait sauver le système. Dans ce contexte, le projet de retraite par points pourrait retrouver de l'intérêt.

Observez-vous que, pour les Français, l'opposition entre répartition et capitalisation demeure toujours pertinente ?

En premier lieu, les Français sont attachés au principe de solidarité du système par répartition : 90 % d'entre eux souhaitent conserver un système solidaire. Pourtant, dans le même temps, ils s'inquiètent de la viabilité de ce système. Aussi, par pragmatisme, ils ne sont pas réfractaires à la capitalisation, qui apporterait, y compris aux yeux des CSP -, une sécurisation du système de retraite. Il est remarquable à ce propos d'observer que si 68 % des cadres sont favorables à l'instauration d'une dose de capitalisation, 57 % des employés le sont aussi (selon une enquête de février 2025). Cependant, un effort de pédagogie doit être entrepris, car l'idée de l'émergence en France de fonds de pension, vue parfois comme le symbole d'un capitalisme sans règle, est abstraite. Ce qui n'empêche pas les Français d'avoir une perception positive des marchés actions, puisque près des deux tiers d'entre eux (64 %) considèrent que leur rapport bénéfice – risque est bon sur le long terme. Là aussi les Français savent faire preuve de pragmatisme. Ils pourraient également être sensibles à la question du financement de la souveraineté européenne et à la nécessité d'orienter leur épargne vers les entreprises européennes, un thème désormais bien ancré dans l'opinion. 



Les employeurs confirment leur intérêt pour les dispositifs d'épargne retraite en entreprise

Si près de 8 millions de salariés disposent d'un PER d'entreprise (collectif ou obligatoire), une réforme plus structurelle est attendue, par les grandes entreprises comme par les PME.

Depuis sa création en 2019, le PER a suscité un intérêt grandissant dans les entreprises. Sa diffusion a été particulièrement rapide : à fin décembre 2025, 7,8 millions de salariés disposaient d'un PER d'entreprise (collectif ou obligatoire), contre seulement 814 000 au début d'octobre 2020. En cinq ans, près de 7 millions de salariés supplémentaires ont ainsi été couverts, même si une part importante de cette progression résulte du transfert d'anciens dispositifs, comme les contrats « article 83 » ou les Perco. Une évolution qui illustre une prise de conscience de nombre d'entreprises du rôle qu'elles doivent jouer auprès de leurs collaborateurs pour les aider à se constituer un complément de retraite, aux côtés des pensions issues de la répartition.

Pour autant, malgré cette rapide progression, les dispositifs d'épargne retraite sont encore loin de s'être généralisés, puisque la France compte plus de 20 millions de salariés dans le secteur privé et 1,4 million d'entreprises sont dotées d'au moins un salarié. Aussi, les entreprises appellent, par la voix de leurs organisations représentatives (Medef, CPME), à une réforme en faveur de la retraite par capitalisation. À la création du PER par la loi Pacte, qui a permis à beaucoup d'entreprises et à leurs salariés de se familiariser avec le concept de l'épargne retraite, devrait succéder une réforme bien plus structurelle, qui viserait une généralisation de la capitalisation. Pour le Medef, « le développement de la retraite par capitalisation est un levier fondamental pour répondre aux enjeux de diversification du financement des pensions de retraite et apporter une réponse à l'érosion

Les PME très minoritairement équipées

Sans surprise la proportion d'entreprises offrant un accès à de l'épargne retraite à leurs salariés est bien plus importante parmi les plus grandes entreprises : la moitié des entreprises de 1 000 salariés et plus ont mis en place un Perco/PER d'entreprise collectif, tandis qu'elles sont moins de 7 % parmi les entreprises de 10 à 49 salariés selon la DARES (enquête PIPA, à fin 2023).

Cette proportion parmi les plus petites entreprises est confirmée par l'enquête de l'AFG. Les entreprises comptant entre 11 et 249 salariés porteurs d'un PERCO/PER, soit l'univers des PME, sont au nombre d'environ 19 300 et elles comptent au total 650 000 salariés bénéficiaires. Or, selon l'Insee, la France compte quelque 175 000 PME hors TPE, employant 4,6 millions de salariés.

Permettre aux millions de salariés des PME, qui représentent 30 % des salariés français, mais aussi aux salariés des TPE (17 % des salariés français, soit 2,7 millions, dont moins de 400 000 porteurs d'un Perco/PER), d'avoir accès à une offre d'épargne retraite est donc crucial.



progressive des taux de remplacement des futurs retraités dans les systèmes par répartition». Pour la CPME, « seul l'ajout d'un étage supplémentaire de capitalisation individuelle obligatoire permettra durablement de stabiliser financièrement le régime en garantissant ainsi aux jeunes générations la perspective d'une retraite réellement financée »¹.

Éviter une nouvelle hausse du coût du travail

Les entreprises sont cependant très attentives à la nécessité de ne pas alourdir encore le coût du travail. « Le taux de cotisation retraite avoisine aujourd'hui les 28 % du salaire brut. Augmenter les cotisations salariales n'est donc pas envisageable, pas plus qu'augmenter les cotisations patronales, ce qui viendrait davantage encore accentuer l'écart entre le salaire net et le coût salarial, au détriment de la compétitivité des entreprises et du pouvoir d'achat des salariés », juge la CPME¹. De même, le groupe de travail « Retraite additionnelle » constitué au sein du Medef a considéré que « le développement de la retraite par capitalisation ne devait pas remettre en cause deux objectifs fondamentaux pour le Medef : la préservation de la compétitivité des entreprises et le rétablissement des comptes publics de notre pays, qui passent dans le champ social par une absence d'augmentation du coût du travail et par la limitation du niveau des dépenses sociales (dont les retraites représentent plus de 40 %) ».

Effort supplémentaire ou substitution

L'équation est complexe. Selon Nicolas Bondonneau, président du groupe de travail « Retraite addition-

4,5

millions de salariés bénéficient d'un Perco/PER d'entreprise collectif (compte-titres)²

262 000

entreprises ont mis en place un Perco/PER d'entreprise collectif (compte-titres)²

nelle» du Medef et directeur de la protection sociale et de la santé et sécurité au travail de l'UIMM, « l'objectif n'est pas de définir un niveau d'effort supplémentaire à consentir pour alimenter un régime par capitalisation, mais de déterminer l'importance d'une substitution de l'effort en faveur de la répartition par un effort en faveur de la capitalisation ». Dans cette perspective, « si l'urgence, à court terme, doit être de viser un retour à l'équilibre du régime par répartition, ce retour à l'équilibre doit être concomitant à l'intégration de plus de capitalisation dans notre système. Une évolution facilitée par un rendement du régime par capitalisation attendu plus élevé que celui du régime par répartition. »

Pour les entreprises, le développement des PER crée aussi un cercle vertueux, cette épargne alimentant leur financement, comme l'indique le ministère de l'Économie à l'occasion de la publication de son dernier bilan sur le déploiement des PER³ : « Ces produits apportent une contribution décisive au financement des entreprises, avec plus de 80 % des actifs investis en France et dans l'Union européenne, et plus de 60 % des actifs investis dans le financement des entreprises en fonds propres et en dette privée, dont plus de 5 milliards d'euros en actifs non cotés ». ⁵

1 - Redonner de l'avenir au système de retraite par des efforts partagés - Communiqué 18 février 2025. 2 - Source : Trésor (à fin 2025). 3 - Ministère de l'Économie et des Finances, Bilan du déploiement du plan d'épargne retraite (PER) au 30 septembre 2025, février 2026.

« Le PER collectif offre au sein des entreprises un cadre rassurant et efficace à tous ses salariés »



Dominique Dorchies,
Directrice Générale Déléguée
de **Natixis Interépargne** et
Présidente de la Commission
Épargne salariale et épargne
retraite de l'**AFG**



Gregory Miroux,
Directeur Épargne salariale
et épargne retraite à l'**AFG**

Avec près de 13 millions de titulaires, le PER est un succès. Cependant, beaucoup d'entreprises restent à équiper. Quel bilan faites-vous du développement du PER depuis sa création en 2019 ?

L'objectif du gouvernement au moment de la création du PER par la loi Pacte en 2019 – 3 millions de titulaires à fin 2022 – a été largement dépassé, et désormais près de 13 millions de titulaires sont équipés d'un PER qui atteint plus de 140 milliards d'euros d'encours au troisième trimestre 2025. Ce nouveau produit répond donc bien à un besoin des épargnants, qui le plébiscitent. Si au sein des entreprises, le Perco bénéficiait déjà d'une bonne dynamique, elle a été encore amplifiée avec la création du PER collectif. Les ingrédients qui ont fait son succès sont, non seulement les possibilités de déduction fiscale, mais aussi le choix offert à la sortie entre la rente et le capital.

Nous pouvons tirer des enseignements de ces constats, afin de créer les conditions d'une généralisation de la retraite par capitalisation et l'élargissement de sa diffusion au plus grand nombre de Français. Aujourd'hui, la faible part dans les revenus des retraités des ressources issues de la capitalisation (moins de 3 %) en comparaison des pays voisins (40 % en Suède et aux Pays Bas) et l'importance trop limitée de l'épargne retraite en proportion du PIB en France (13 % selon l'OCDE, contre par exemple 150 % aux Pays-Bas ou même 200 % au Danemark) illustrent le retard de notre pays. Nous nous félicitons du nombre de 262 000 entreprises donnant accès à leurs salariés à un dispositif d'épargne retraite. Mais une analyse plus

« Le PER collectif reste volontaire, il nécessite un engagement de l'entreprise, un pas que beaucoup d'entre elles n'ont pas encore franchi par manque d'information ou insuffisance des incitations »




détaillée montre que moins les entreprises comptent de salariés, moins elles sont équipées. Le PER collectif reste volontaire, il nécessite un engagement de l'entreprise, un pas que beaucoup d'entre elles n'ont pas encore franchi par manque d'information ou insuffisance des incitations.

Quels sont les atouts qui ont convaincu les entreprises ayant franchi le pas de proposer une offre de PER à leurs salariés ?

Ces entreprises ont pris conscience qu'elles avaient un rôle important à jouer dans l'accompagnement de leurs salariés dans la préparation de leur retraite et qu'il s'agit d'un outil pertinent pour attirer et fidéliser leurs salariés. Outre l'intérêt de la déductibilité fiscale, la possibilité d'alimenter un PER grâce aux primes d'épargne salariale et la prise en charge des frais de fonctionnement par l'entreprise, le PER collectif offre un cadre rassurant : les salariés apprécient de se savoir accompagnés par leur entreprise et leur teneurs de comptes via l'animation de ces dispositifs, tels les outils de gestion digitaux aujourd'hui largement plébiscités ou encore les simulateurs qui constituent une aide précieuse pour se projeter à l'horizon de la retraite.

Quelle est pour sa part la vocation du PER individuel ?

Un grand nombre d'actifs n'ont pas l'opportunité de bénéficier d'une offre d'épargne retraite en entreprise, du fait de leur statut d'indépendant ou parce que leur entreprise ne leur en propose pas. Pour les indépendants, les professionnels

libéraux ou les chefs d'entreprise, le PER individuel a succédé au contrat Madelin, qui offrait moins d'avantages, ne prévoyant ni sortie en capital (seulement en rente), ni déblocage anticipé pour cause d'achat d'une résidence principale. Le PER individuel joue donc à ce titre un rôle essentiel et représente même la majorité des encours de l'ensemble des PER, à 88,5 milliards d'euros fin décembre 2025 (selon les derniers chiffres disponibles du ministère de l'Économie). Les près de 5 millions de détenteurs d'un PER individuel peuvent bénéficier à ce titre de l'accompagnement de leur conseiller financier, mais aussi avoir recours à la gestion pilotée, désormais imposée par défaut et ils en font ainsi un instrument de gestion à part entière de leur patrimoine. 

« Le PER individuel joue un rôle essentiel car un grand nombre d'actifs n'ont pas l'opportunité de bénéficier d'une offre d'épargne retraite en entreprise, du fait de leur statut d'indépendant ou parce que leur entreprise ne leur en propose pas »



Les ménages français privilégient les placements liquides, peu rémunérateurs et peu risqués

Le patrimoine financier des ménages français est marqué par un déficit d'investissement long orienté vers les actions.

En France, comme dans de nombreux pays européens, l'investissement des ménages sur les marchés actions reste relativement faible. En particulier dans les pays où le système de retraite est quasiment exclusivement en répartition, tels la France, l'Allemagne, l'Italie ou l'Espagne. Dans les pays dotés de régime de retraite en capitalisation et/ou de dispositifs d'épargne retraite conséquents, la part du patrimoine des ménages investie en actions est plus élevée.

De plus, les cotisations retraite étant valorisées dans les patrimoines grâce aux investissements réalisés, le volume des actifs financiers est de 1,5 fois à 2 fois plus élevé (par rapport aux PIB respectifs) dans ces pays. Ainsi, l'épargne privée à long terme alimente, de manière conséquente et continue, les besoins de financement des entreprises.

Malgré un taux d'épargne élevé – près de 19 % en 2025 –, les ménages français privilégient encore des placements liquides, peu risqués mais faiblement rémunérateurs. Leur patrimoine financier est principalement composé de monnaie et de dépôts (43 %), ainsi que de fonds en euros de l'assurance-vie (27 %). La détention excessive de liquidités représente un risque important pour les ménages : leur patrimoine financier perd de la valeur en termes réels en période d'inflation. Les dispositifs d'épargne salariale et retraite, qu'ils soient individuels ou d'entreprise, représentent seulement 9 % du patrimoine financier.

La démocratisation de l'épargne longue est d'autant plus déterminante qu'elle répond à des enjeux de croissance et de souveraineté. Elle favorisera en effet la constitution d'une épargne, investie dans le développement des entreprises et dans la construction d'infrastructures publiques ou privées en France et en Europe.

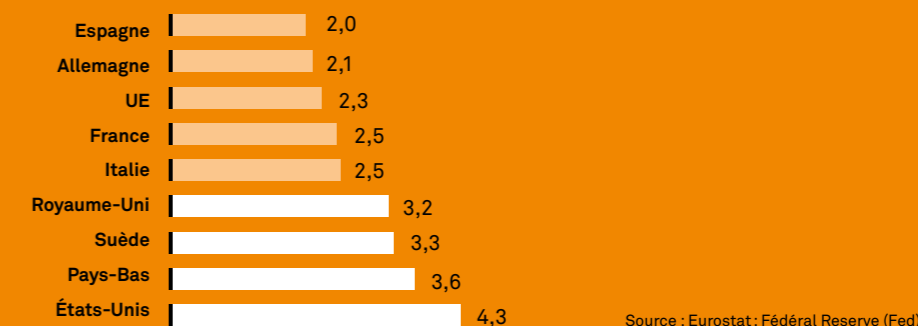
Le secteur de la gestion d'actifs est un levier pour la croissance de l'économie française et européenne, en servant de pont entre l'épargne des ménages, ou des investisseurs institutionnels, et les besoins de financement des entreprises. Aujourd'hui, près de trois quarts des encours gérés par les gérants français sont investis en Europe. Dans un marché de la gestion de l'épargne très concurrentiel, les offres des gestions françaises, du fait d'un biais domestique d'allocation, concourent à fluidifier la circulation des capitaux au sein de l'UE, favorisant une utilisation efficace du capital au profit de la croissance économique et de la résilience financière globale. Cependant, l'investissement des gérants français en actions reste en retrait, par rapport aux pays dont les marchés de l'épargne à long terme sont plus développés. En effet, les pays disposant de régime de retraite en capitalisation et/ou de dispositifs d'épargne retraite conséquents ont tendance à allouer une part plus importante aux actions. La taille réduite de l'épargne de long terme en France, comme en Allemagne et en Italie, limite ce potentiel.

La proportion d'actions cotées détenue directement dans le patrimoine financier des ménages français est relativement modeste (6 %). L'intermédiation via des fonds d'investissement, ou par le biais de produits d'épargne tels que les contrats d'assurance-vie ou d'épargne retraite, permet d'accroître la participation au capital et de réduire le risque par la diversification (13 %). Cependant, cette détention directe et indirecte d'actions (19 %) reste limitée, comparativement aux États-Unis ou à la Suède (entre 40 % et 50 % des patrimoines financiers). La plus large diffusion des solutions d'épargne longue, épargne retraite au sein des supports assurantiels ou compte-titres et épargne salariale, constitue un levier clé pour accroître la part des actions dans le patrimoine financier des ménages.

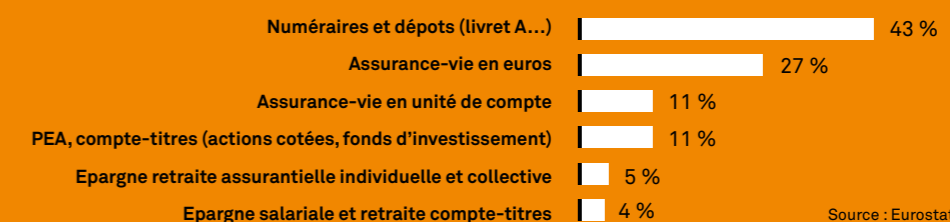
Dans un pays, un niveau élevé d'investissements à long terme favorise le financement en fonds propres de ces entreprises et stimule, ainsi, leurs investissements et leur capacité d'innovation. Au Danemark, aux Pays-Bas et en Suède, les marchés de capitaux sont développés et orientés vers le financement de l'économie, s'appuyant sur les importants volumes d'épargne retraite.

Une plus ample participation des ménages français dans la vie des entreprises aidera à garantir une meilleure souveraineté nationale. Les secteurs liés aux transitions écologique et numérique, se caractérisant par un fort besoin en recherche et en développement, sont les premiers touchés par un faible accès aux marchés de capitaux (biotechnologies, numérique, intelligence artificielle, transition énergétique, etc.). L'épargne de long terme comme l'épargne retraite permet de démocratiser l'actionariat. [\[1\]](#)

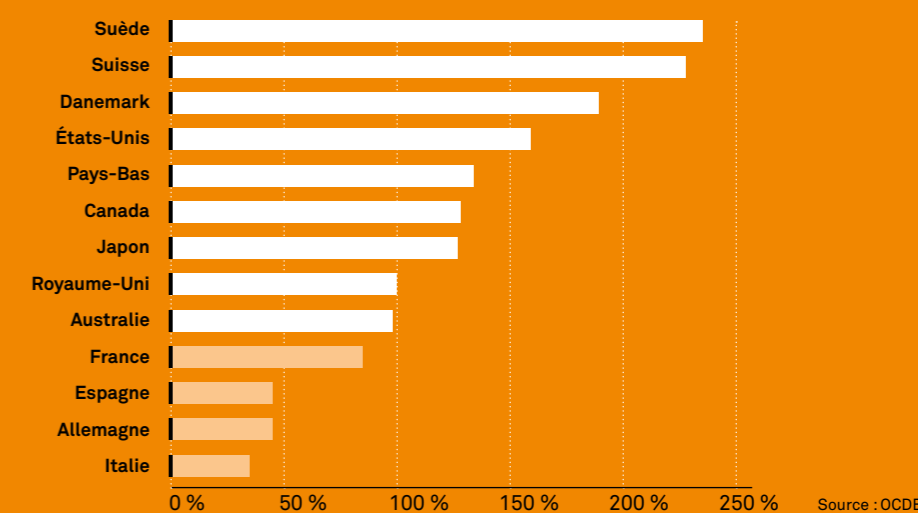
Ratio entre le patrimoine financier des ménages et le PIB



Patrimoine financier des ménages Français



Capitalisation des entreprises nationales cotées en % du PIB



« L'orientation de l'épargne et la nature du financement des acteurs économiques sont liées »



Thomas Valli,
Directeur des Études
économiques, AFG

Quel est le paysage de l'épargne en France ?

Le patrimoine brut des ménages français, de l'ordre de 17 000 milliards d'euros, se compose d'un patrimoine financier (pour 40 %) et d'un patrimoine immobilier (60 %). Ce dernier a progressé ces dernières années en lien avec l'augmentation des prix de l'immobilier et l'endettement des ménages. Du fait d'une progression supérieure à celle des revenus du travail, le poste immobilier représente un poids de plus en plus important dans le budget des ménages, en particulier pour les jeunes générations, ce qui limite leur capacité à développer une épargne financière volontaire, notamment de long terme.

S'il est vrai que le taux d'épargne des ménages reste à un niveau élevé depuis la crise du Covid (18,2 % à fin 2024), son amplitude est forte selon les générations. Il s'établit, en moyenne, autour de 10 % pour les moins de 50 ans, à 18 % pour les 50-70 ans et monte à 25 % pour les plus de 70 ans.

Rappelons que les retraités français ont aujourd'hui en moyenne un niveau de vie équivalent à celui des actifs, ce qui n'est pas le cas

dans les autres pays, et pour 70 % d'entre eux sont propriétaires de leur logement. Pour les ménages accédants à la propriété ou ceux qui le désirent, l'emploi de l'épargne consiste en partie à rembourser les crédits ou à se constituer un apport mobilisable en vue d'un achat futur.

Ainsi, en France, l'épargne et le patrimoine financier sont concentrés dans les mains des générations les plus âgées, dont les placements financiers s'orientent naturellement vers des produits de court-terme, liquides et garantis, bénéficiant d'une fiscalité avantageuse (les comptes et livrets ainsi que les contrats d'assurance vie en euros en sont les principales composantes).

La structure de l'épargne répond-elle aux besoins des Français ?

Au global, du fait de sa structure conservatrice, la performance nominale de l'épargne financière des Français est relativement faible, elle s'établit à 2,3 % en moyenne annuelle sur les douze dernières années¹, soit un taux légèrement supérieur à l'inflation sur la période. Avec une performance nominale annuelle s'élevant à 5,4 %, les actions cotées ont contribué à la moitié de la performance globale. Ces dernières ne représentent pourtant que 6 % des patrimoines financiers en détention directe, et ce taux monte à 19 % après la mise en transparence des placements des fonds d'investissement (détenus via les comptes-titres et PEA, les contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC) et les plans d'épargne salariale et retraite). Nous observons, par ailleurs, que les portefeuilles de titres en direct des ménages sont souvent très peu diversifiés, et donc fortement exposés à la volatilité des marchés². L'intermédiation auprès de professionnels de la gestion de l'épargne est un gage de diversification et de bonne gestion des risques financiers et des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

La faiblesse des actions dans les patrimoines traduit le sous-développement de l'épargne de long terme en France. La loi Pacte a certes permis de revitaliser l'épargne retraite grâce au succès du PER, mais celle-ci reste très inégalement utilisée, principalement du fait de son caractère volontaire tant pour les PER individuels que pour les PER collectifs. Au global, l'ensemble des dispositifs d'épargne retraite supplémentaires s'élèvent à 315 milliards d'euros, soit seulement 6 % du volume des patrimoines financiers.

Pourquoi est-ce important de massifier l'épargne de long terme en France ?

Culturellement, la présence d'un système de retraite par répartition très développé en France n'a pas incité les ménages à considérer leur épargne financière dans une optique de long terme. Un développement beaucoup plus massif et généralisé de l'épargne de long terme s'avère pourtant aujourd'hui nécessaire au vu du déséquilibre des comptes de notre système de retraite en répartition dont la conséquence visible pour les citoyens est la baisse continue et projetée du taux de remplacement.

Dans un contexte de vieillissement de la population, de croissance structurelle faible de l'économie française, et de crise budgétaire, une diversification des moteurs de performance s'impose. En effet, les prélèvements obligatoires dépassent le niveau, record en Europe, de 44 % du PIB et le niveau de dépenses publiques est aujourd'hui supérieur à 56 % du PIB. Rappelons qu'avec la remontée des taux et la dégradation progressive de la note de la dette publique française, la charge de celle-ci, autour de 60 milliards d'euros (soit environ 2 points de PIB), devrait avoisiner les 100 milliards d'euros d'ici 2029 (soit 3 points de PIB) et devenir l'un des principaux postes des dépenses publiques³.

Les travaux de la Chaire «*Transitions Démographiques, Transitions Économiques*» montrent que l'investissement régulier, en gestion pilotée, des flux issus des mécanismes de partage de la valeur permet de se constituer un capital au moment de la retraite qui limite fortement la dégradation des pensions futures.


Quelles sont les conséquences pour le financement de l'économie ?

Intrinsèquement, l'ensemble de l'épargne des ménages finance l'économie. L'orientation de l'épargne des ménages et la nature du financement des acteurs économiques sont liées. En France, le financement est principalement par endettement qu'il soit bancaire ou de marché. Le ratio entre la capitalisation boursière des entreprises locales et le PIB est plus élevé

dans les pays dotés d'un système de retraite par capitalisation bien développé comme la Suède, le Danemark ou les Pays-Bas⁴. La recherche de diversification des organismes de retraite, qui investissent aussi en dehors de leurs frontières, n'empêche pas le financement des fonds propres des entreprises locales. La création d'un régime de retraite complémentaire par capitalisation pourrait accroître les investissements dans le capital des entreprises françaises et européennes, qu'elles soient cotées ou non.

Le financement de long terme est indispensable pour relocaliser une partie des capacités de production industrielle, en recul en France depuis une vingtaine d'années, et pour diffuser plus largement les innovations et les progrès technologiques, moteurs de compétitivité. Plus spécifiquement, le besoin en fonds propres des entreprises, particulièrement dans la phase critique de l'investissement en recherche et développement, n'est pas assez couvert par le financement de marché en France comparativement à d'autres pays d'Europe ou aux États-Unis.

Le bon fonctionnement des marchés financiers est important pour favoriser l'investissement dans l'innovation. Le développement limité du marché du capital-investissement ou du capital-risque contribue aussi à maintenir les investissements innovants à un niveau faible. Il existe une relation positive entre le degré d'intégration et la profondeur des marchés financiers, d'une part, et les investissements innovants, d'autre part. Le financement par capitaux propres de l'innovation joue un rôle plus important dans les pays nordiques que dans le reste de l'UE⁵. Les entreprises qui se financent par l'émission d'actions ont une probabilité plus élevée d'investir (+7 points) et d'innover (+12 points)⁶.

Un développement massif et généralisé, ou obligatoire, des dispositifs de retraite par capitalisation apporterait aux ménages une performance à long terme plus élevée sur leurs placements financiers, et aux entreprises une plus grande disponibilité de capitaux pour améliorer leur productivité, contribuant ainsi à hausser la croissance potentielle de l'économie française. 

¹ - Indice de performance de l'épargne financière des ménages français - *Observatoire de l'épargne européenne*, 12/2025. ² - 43 % des investisseurs individuels en actions cotées détiennent moins de cinq titres - Les nouvelles pratiques d'investissement en France - *AMF*, 10/2024. ³ - Rapport sur la dette des administrations publiques - *Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie*, 10/2024. ⁴ - Households' long-term savings and stock market participation in Europe - *AFG-OEE*, 02/2025. ⁵ - How large is the investment gap in the EU and how to close it? - *CEPR*, 03/2025. ⁶ - Investment Report 2024/2025 - *European Investment Bank*, 03/2025.

« La capitalisation doit permettre d'améliorer le rendement de notre système de retraite et de rassurer sur la solidité de notre modèle social »



Denis Ferrand,
Directeur général de
Rexecode



Olivier Redoulès,
Directeur des études de
Rexecode

Dans quel contexte économique et social les réflexions sur la retraite par capitalisation s'insèrent-elles ?

D.F. Dans un contexte économique dégradé, les Français perçoivent une fragilisation de notre modèle social et anticipent une baisse très forte de leur niveau de vie à la retraite. La capitalisation doit permettre d'améliorer le rendement de notre système de retraite et donc de rassurer sur la solidité de notre modèle social. La dernière publication par l'Insee de « *France, Portrait social* » met en lumière l'importance de la contribution des revenus financiers dans les revenus des Français les plus aisés. Le refus de la capitalisation revient à priver une partie des Français d'une meilleure rémunération de leurs cotisations et contribue ainsi à l'aggravation des inégalités de revenus.

Quel peut être le sentiment des Français, qui restent très attachés à leur système de retraite par répartition ?

D.F. Les Français sont très attachés au principe de solidarité sur lequel repose un régime en répartition mais ils ont des inquiétudes sur les efforts demandés pour le préserver : baisse progressive des taux de remplacement, hausse progressive de l'âge légal de départ à la retraite dans les proches pays européens... Ils ont également conscience que la marge de manœuvre de l'État est faible, les dépenses publiques sont déjà élevées et le vieillissement de la population accroît aussi les prestations en matière de santé et dépendance. Le coût de la dette publique va progresser rapidement avec la remontée des taux d'intérêt. Nous devons donc réfléchir à l'articulation des objectifs entre chacun de ces deux régimes, la solidarité

« Le refus de la capitalisation revient à priver une partie des Français d'une meilleure rémunération de leurs cotisations et contribue ainsi à l'aggravation des inégalités de revenus »

pour la répartition, le complément individualisé de ressources pour la capitalisation. Nous avons besoin de la capitalisation pour conserver du pouvoir d'achat à la retraite. La capacité du Japon, qui est un véritable laboratoire du vieillissement, à déployer du capital en dehors de ses frontières grâce à la manne des fonds de retraite, pourrait être un exemple à suivre.

O.R. Nous devons effectivement prévenir la baisse attendue du niveau de vie à la retraite en développant la capitalisation et en allant chercher le rendement offert par la création de richesse dans d'autres pays du monde ou par la robotisation. Les Français doivent en effet être conscients que la dégradation du système par répartition devrait être plus forte qu'anticipée, car les prévisions du COR d'une hausse annuelle de la productivité de 0,7 % sont encore optimistes. Or, avec une part des dépenses de retraites atteignant 14 % du PIB, leur augmentation apparaît difficile, compte tenu des marges limitées des entreprises et du ressenti des salariés face à l'écart croissant entre salaires bruts et nets.

Concrètement, quelles pistes pourraient être envisagées pour financer la retraite par capitalisation ?

D.F. Il sera nécessaire de réduire progressivement la part des cotisations retraite de la répartition pour basculer en partie sur un régime par capitalisation. L'exemple du Fonds de réserve pour les retraites, dans lequel l'État a fini par puiser, ne plaide pas en faveur d'un système public. Nous devons faire appel à la responsabilité de chacun dans le cadre d'un régime professionnel.

O.R. Par exemple, la limite actuelle de l'assiette des cotisations à huit fois le plafond annuel de la Sécurité Sociale (PASS) neutralise une capacité des salariés concernés à épargner, en particulier sur des actifs risqués. Libérer cette épargne pourrait ainsi alimenter des fonds de capitalisation, avec à la clé un soutien aux fonds propres de nos entreprises quand les conditions de rentabilité sont remplies.

Justement, à quels besoins de financement pourrait répondre l'épargne retraite ?

D.F. En premier lieu, l'épargne retraite pourrait répondre au besoin de renforcement des fonds propres des entreprises et en particulier des PME-ETI, dont la faiblesse constitue un frein important à leur développement. Mais nous avons aussi besoin d'investissements longs pour financer nos transitions. Le développement de la retraite en capitalisation, qui dispose d'un horizon long, devrait permettre d'allouer des capitaux à ces besoins cruciaux, tout en apportant une espérance de rendement supérieure aux épargnants.

« Nous avons besoin d'investissements longs pour financer nos transitions. Le développement de la retraite en capitalisation devrait permettre d'allouer des capitaux à ces besoins cruciaux »

O.R. Nous avons un problème de sous-investissement en France et plus généralement en Europe. Ce sous-investissement se traduit par une productivité plus faible que celle observée aux États-Unis.

D.F. Cette faiblesse est d'autant plus pénalisante pour les entreprises européennes que leurs actifs ont une durée de vie moyenne plus courte qu'auparavant : renouveler régulièrement son matériel informatique ou ses logiciels, par exemple, implique de bénéficier de flux d'investissement réguliers. Elles recherchent donc de nouvelles sources de financement. Mais aujourd'hui, elles doivent être en mesure de prendre des risques, ce qu'elles ne feront pas si elles ne peuvent recourir qu'à la dette.

Comment s'assurer que les investissements de nos fonds de retraite financeront prioritairement notre économie ?

O.R. Attention à ne pas multiplier les objectifs : les fonds de capitalisation recherchent le rendement et doivent donc investir là où il est le plus élevé. Cela peut-être en France, mais ce n'est pas systématique compte tenu de notre environnement fiscal et réglementaire, et de notre faible croissance potentielle. Les fonds iront donc naturellement chercher du rendement hors de nos frontières. Néanmoins, ils prendront aussi en compte la nouvelle réalité géopolitique : ils devront intégrer dans leurs politiques d'investissement un niveau de risque plus élevé qu'auparavant pour leurs actifs situés hors de France. Le risque de non-respect des contrats dans certaines zones géographiques réapparaît. Ce contexte militera en faveur des marchés locaux, plus sûrs, pour ces investisseurs français. ▮

Préconisations de l'AFG pour une généralisation de l'épargne retraite

Notre système de retraite mérite d'être profondément repensé, 80 ans après sa création. La capitalisation apporterait une part de la solution à tous les actifs français. Les propositions de l'AFG se concentrent toutefois uniquement sur le système de retraite des salariés du secteur privé.

En ciblant spécifiquement les salariés du secteur privé, une composante obligatoire de capitalisation permettrait de compenser au moins en partie la baisse de leur taux de remplacement anticipée par le COR, et ce à cotisation égale, voire inférieure, pour les salariés comme pour les entreprises.

NOS PRÉCONISATIONS

Accélérer le développement de la part de capitalisation dans le système de retraite français, à deux niveaux :

1. Au niveau interprofessionnel, par l'introduction d'un nouveau régime par capitalisation, complémentaire des régimes par répartition, obligatoire pour tous les salariés du secteur privé.

C'est la retraite complémentaire en capitalisation (Pilier 2).

2. Au niveau de chaque entreprise : en généralisant l'accès à l'épargne retraite d'entreprise (PER collectifs) pour toutes les entreprises comptant au moins 11 salariés et en systématisant davantage son alimentation, via notamment des mécanismes d'enrôlement automatique.

C'est la retraite supplémentaire en capitalisation (Pilier 3).

1. Créer un régime complémentaire de retraite en capitalisation pour tous les salariés du secteur privé (Pilier 2)

Le régime proposé par l'AFG, inspiré du système suédois, repose sur l'acquisition par chaque salarié de parts de fonds, dans le cadre d'une offre encadrée. Il permettrait à chaque salarié d'avoir une vision immédiate des droits acquis, faisant de lui le propriétaire de l'épargne accumulée en capitalisation.

Les grands principes de notre proposition

- Un régime obligatoire en capitalisation totalement indépendant des régimes par répartition, qui ne sera donc pas destiné à combler les éventuels déficits des régimes par répartition ;
- Un nouveau régime complémentaire qui permettra de compenser en partie la baisse des taux de remplacement des futurs retraités due au vieillissement de la population française grâce aux rendements financiers de la capitalisation ;
- Un régime très lisible, basé sur un compte individuel en capitalisation pour chaque salarié qui pourra consulter à tout moment son épargne accumulée et ses rendements. Cette lisibilité et cette transparence sont nécessaires pour rassurer les jeunes générations sur leur future retraite ;
- Une gouvernance de ce régime privé confiée aux partenaires sociaux ;
- Une gestion financière adaptée à l'horizon long terme de la retraite pour maximiser les rendements des cotisations capitalisées par les futurs retraités ;
- La même fiscalité que celle qui est appliquée à la retraite complémentaire (AGIRC-ARRCO).

Un compte-titre individuel pour chaque salarié

Nos préconisations

- Chaque salarié se verrait ouvrir un compte titres individuel, reflétant en euros le capital constitué. Il serait alimenté par des cotisations obligatoires prélevées sur le salaire et investies à long terme pour maximiser les rendements offerts au salarié.
- Par défaut, les cotisations de chaque salarié seraient investies dans un fonds dont la gestion financière serait adaptée à sa génération (profil de la gestion pilotée).
- Les capitaux seraient bloqués jusqu'à la retraite ou le décès.
- Les capitaux accumulés auront vocation à être liquidés prioritairement sous forme de rente, tout en laissant la possibilité d'une sortie partielle en capital. Disponible à tout moment à compter de l'âge de liquidation de la retraite, cette tranche pourrait par exemple atteindre 20 ou 30 % du capital accumulé. ■■■

Un pilotage par une institution de retraite privée dotée d'une gouvernance paritaire

Une ou plusieurs Institutions de retraite par capitalisation seraient créées avec pour objet de gérer les capitaux indépendamment des régimes par répartition. Seuls les salariés du secteur privé étant couverts, nous proposons une gouvernance paritaire, par les partenaires sociaux du secteur privé.

Nos préconisations

Une gouvernance inspirée du modèle AGIRC-ARRCO avec un Conseil d'administration paritaire en charge principalement de :

- Définir les modalités de gestion financière ;
- Gérer les appels d'offres auprès des gestionnaires du régime ;
- Assurer la gestion administrative (tenue des comptes individuels, collecte des cotisations, versement des prestations) ; elle pourrait être déléguée à l'AGIRC ARRCO (de même que le FRR confie sa gestion administrative à la CDC) ;
- Informer les salariés et retraités avec un accent particulier mis sur la pédagogie et l'accessibilité des informations, notamment via le site Info Retraite qui permet d'avoir accès à des projections sur ses pensions de retraite.

Une gestion financière adaptée à l'horizon de la retraite de chaque salarié

Ce nouveau régime aura une vocation double : améliorer la retraite des salariés et permettre une meilleure allocation des investissements de long terme dans l'économie européenne. Cette seconde vocation est impérative pour soutenir la compétitivité, la souveraineté et les grandes transitions européennes.

Dans le régime en comptes individuels, les salariés doivent pouvoir disposer d'un choix large d'options de placement avec une gestion par défaut adaptée à l'horizon retraite.

Nos préconisations

• Gestion financière pilotée par défaut

Très lisible, en particulier pour les jeunes salariés, ces fonds par défaut seraient gérés en fonction de la date prévisionnelle de départ à la retraite (par exemple : 2027-2030, 2030-2035, 2035-2040, 2040-2050, au-delà de 2050). Plus l'horizon du fonds est éloigné de la date de retraite, plus la proportion d'actions, et donc la perspective de rendement, serait importante. Pour un salarié à plus de dix ans de la retraite, l'investissement en actions serait proche de 100 %. Il diminuerait ensuite progressivement.

Il n'y aurait pas de garantie, mais une réduction progressive du risque actions au fur et à mesure de l'approche de date de départ à la retraite.

Un quota minimum d'investissement de 70 % au sein de l'Union européenne pourrait être exigé afin que les salariés bénéficient de la diversification apportée par les marchés européens et mondiaux et que l'économie européenne bénéficie de ces placements à long terme. Compte tenu du principe de la gestion pilotée, en début de période, l'investissement des salariés serait donc constitué d'environ 70 % d'actions d'entreprises de l'Union européenne.

• Gestion financière libre

Un choix de fonds accessibles directement par les salariés, comme dans le modèle suédois, pourrait être proposé à travers un cahier des charges encadrant les fonds éligibles, sélectionnés par appel d'offres. La « Swedish Fund Selection Agency » applique ainsi des critères exigeants, portant notamment sur la qualité de gestion et les performances passées (track record), le niveau des frais, les standards de durabilité ou encore les dispositifs de contrôle. Dans un tel cadre, toutes les classes d'actifs et les zones géographiques seraient éligibles en gestion libre.

Une transition vers un régime complémentaire mixte répartition/capitalisation

Nos préconisations

Le nouveau régime n'aura pas vocation à financer ou à combler les déficits des régimes existants, mais à apporter un complément de ressources aux salariés du secteur privé. Pour éviter de « sacrifier une génération » avec des jeunes actifs qui auraient à payer à la fois la retraite des retraités actuels et à capitaliser pour leur propre retraite, il est absolument nécessaire de prévoir une phase de transition en visant l'équité générationnelle.

Plusieurs pistes étudiées dans de récentes publications économiques proposent de financer la transition en s'appuyant, par exemple, sur :

- Les produits financiers des réserves de l'AGIRC-ARRCO (en moyenne 1,5 milliard d'euros sur les quinze dernières années)
- Les revenus des participations de l'Agence des participations de l'État (2,5 milliards d'euros de dividendes en 2024 pour 209 milliards d'euros d'actifs)¹
- Le patrimoine foncier et immobilier de l'État¹
- La réorientation de l'abattement de 10 % des pensions à l'impôt sur le revenu (4,5 milliards d'euros en 2024)²
- La réorientation d'une partie de la désindexation des retraites (1 milliard d'euros par %)²
- L'augmentation du temps de travail à 36 h par semaine³
- L'affectation d'une partie du différentiel de CSG des retraités

En parallèle, alimenter les nouveaux comptes individuels des salariés en y affectant les Indemnités de Fin de Carrière qui seraient individualisées pour chaque salarié et versées obligatoirement sur les comptes individuels.

Une introduction du régime complémentaire en capitalisation dans les cotisations

Nos préconisations

Dans le cadre de cette simulation⁴, le niveau global des taux de cotisations (salariés et employeurs) reste inchangé. Il n'y a donc pas de « coût » supplémentaire pour les salariés ou pour les entreprises. Une fraction des cotisations Agirc-Arrco (tranche 1 et tranche 2) aujourd'hui dans le régime en répartition est affectée au financement du nouveau régime en capitalisation.

		Tranche 1	Tranche 2	Répartition	
Taux actuels de calcul des points	Part salariale	2,48 %	6,80 %	40 %	
	Part patronale	3,72 %	10,20 %	60 %	
	Total	6,20 %	17,00 %	100 %	
Nouveaux taux de calcul des points	Régime en répartition	Part salariale	2,08 %	5,80 %	40 %
		Part patronale	3,12 %	8,70 %	60 %
		Total	5,20 %	14,50 %	100 %
	Régime en capitalisation	Part salariale	0,40 %	1,00 %	40 %
		Part patronale	0,60 %	1,50 %	60 %
		Total	1,00 %	2,50 %	100 %
Part des cotisations capitalisées	Part salariale	16,1 %	14,7 %		
	Part patronale	16,1 %	14,7 %		
	Total	16,1 %	14,7 %		

Dans ce nouveau système :

- **Tranche 1 (84 % de la masse salariale) :** sur les 6,2 % correspondant au taux de calcul des points du régime en répartition, **1 point de %** est affecté au régime en capitalisation avec une répartition 0,4 % pour la part salariale et 0,6 % pour la part patronale.
- **Tranche 2 (16 % de la masse salariale) :** sur les 17,0 % correspondant au taux de calcul des points du régime en répartition, **2,5 points de %** sont affectés au régime en capitalisation avec une répartition 1,0 % pour la part salariale et 1,5 % pour la part patronale.

Au global, la part des cotisations Agirc-Arrco affectée au régime en capitalisation représente 16,1 % du total des cotisations de la tranche 1 et 14,7 % des cotisations de la tranche 2. La répartition 60 % / 40 % entre la part patronale et la part salariale demeure inchangée (tableau). À titre indicatif, ces niveaux sont proches de celui mis en place lors de la réforme des retraites en Suède en 1998 (Pilier 1).

Au regard de la distribution des effectifs des cotisants au régime Agirc-Arrco, seule la population des moins de 41 ans (soit 50 % des cotisants au régime Agirc-Arrco) pourrait être concernée par l'introduction du nouveau pilier en capitalisation. En considérant un âge moyen de départ à la retraite entre 62 et 67 ans, un salarié de 40 ans aura une durée d'investissement proche de 22-27 ans dans le régime en capitalisation. La population des effectifs de 41 ans et plus (50 % des cotisants) reste entièrement dans le régime actuel en répartition.

En comparaison, l'introduction en 1998 du régime en capitalisation dans le pilier 1 du système des retraites suédois s'est réalisée de manière différenciée selon l'âge des cotisants (application partielle pour les personnes nées avant 1953). La population née après 1954 a basculé à taux plein dans le nouveau dispositif (soit la population des moins de 44 ans). À cette date, l'âge légal de départ à la retraite était de 65 ans, la durée minimum d'investissement dans le régime en capitalisation pour cette population était donc d'au moins 20 ans.

Selon ces hypothèses, la population des moins de 41 ans représente environ 40 % des cotisations globales au régime Agirc-Arrco. Le montant des cotisations dédiées au régime en

capitalisation en 2023 est estimé à 4,5 milliards d'euros, soit environ 5 % des réserves techniques du régime Agirc-Arrco.

Après 20 ans, le capital accumulé s'élève à environ 200 milliards d'euros.

Pour l'analyse, la fraction des taux de cotisations du régime complémentaire en répartition transférée chaque année vers le nouveau régime en capitalisation est investie selon les profils de la gestion pilotée, avec une désensibilisation au risque actions à l'approche de la retraite. Le capital accumulé est ensuite converti en rente viagère avec réversion.

Les résultats montrent que pour le cas type salarié cadre à carrière complète de la génération 2000, le taux de récupération⁵ net du régime en capitalisation (150 %) permet d'améliorer le taux de récupération global du régime mixte (105 % contre un taux de 101 % dans le régime actuel). Le taux de remplacement net obtenu dans le régime actuel en répartition (27,75 %) progresse de 1 point de % (28,72 % dans le nouveau régime mixte). Le flux cumulé des pensions sur l'ensemble de la période de retraite progresse de +3,9 %.

Pour le cas type salarié non-cadre à carrière complète de la génération 2000, le taux de récupération net du régime en capitalisation (154 %) permet d'améliorer le taux de récupération global du régime mixte (100 % contre un taux de 96 % dans le régime actuel). Le taux de remplacement net obtenu dans le régime actuel en répartition (14,39 %) progresse de 0,5 point de % (14,85 % dans le nouveau régime mixte). Le flux cumulé des pensions sur l'ensemble de la période de retraite progresse de +4,2 % en euros constant.

1 - Source : Fondapol. 2 - Source : IPP. 3 - Source : Institut économique Molinari. 4 - Cf. Annexe synthèse de l'étude AFG « Simulation pour l'introduction d'un régime complémentaire en capitalisation aux côtés du régime de retraite complémentaire en répartition des salariés du privé ». 5 - Taux de récupération net (prix) : flux cumulés des pensions nettes / flux cumulés des cotisations.

2. Généraliser l'épargne retraite d'entreprise (PER collectifs) grâce à la mise en place de versements automatiques (Pilier 3)

Le renforcement du Pilier 3 supplémentaire s'inscrit dans la continuité de la loi Pacte, avec l'ambition d'accélérer le développement de l'épargne retraite. Nos propositions ciblent le PER d'entreprise collectif qui, par sa nature universelle, s'adresse à tous les salariés de l'entreprise, sans distinction de catégorie, et permet donc la couverture totale de la population des salariés d'une entreprise.

La loi Pacte, avec la refonte de l'architecture des produits d'épargne retraite existants avant 2019, a eu pour objectif de démocratiser, simplifier et renforcer l'épargne de long terme à horizon retraite.

- Le PER permet aux Français de se constituer une épargne retraite, tant à titre individuel qu'à titre collectif au sein et avec l'accompagnement de leur entreprise.
- Le PER favorise une meilleure allocation et un meilleur rendement de l'épargne au service du financement de l'économie avec un renforcement de l'investissement en actions, rendu possible par l'horizon du temps long de la retraite.

Parmi les pistes proposées par l'AFG pour accélérer le développement de l'épargne retraite, nous proposons un package de trois mesures clés destinées à renforcer l'alimentation des PER collectifs :

Une alimentation automatique du PER collectif de chaque salarié par 15 % de sa participation et de son intéressement

Nos préconisations

Cette proposition ambitieuse vise à verser automatiquement 10 % à 15 % de la participation et de l'intéressement de chaque salarié dans le PER collectif (compartiment C2). Elle serait très efficace pour augmenter l'alimentation des PER, dont les capitaux individuels moyens atteignent 12 000 euros environ. Aujourd'hui, selon la DARES, plus de 9 millions de salariés bénéficient via leur entreprise de flux issus de l'épargne salariale (participation, intéressement, abondement du PEE et du Perco/PER d'entreprise collectif). Les montants totaux bruts de participation et d'intéressement distribués atteignent 23 milliards d'euros¹ et se répartissent comme suit : 46 % versés immédiatement aux salariés, 47 % placés sur les PEE et 7 % sur les Perco/PER. Cette mesure pourrait être encore plus efficace si toutes les entreprises étaient dotées d'un PER collectif. Il nous paraît important de limiter à 10 % ou 15 % dans un premier temps la part de participation et d'intéressement affectée automatiquement au C2 du PER afin de préserver la liberté des épargnants de percevoir immédiatement ou d'investir sur leur PEE à 5 ans la plus grande partie de leur intéressement et de leur participation (85 %).

À titre de simplification, le mécanisme actuel qui flèche par défaut 50 % de la participation vers le PER collectif, assorti d'un droit de rétractation, serait supprimé.

Un renforcement de l'attractivité du PER pour les épargnants : mise en place d'une règle d'équivalence des abondements PER et PEE

Nos préconisations

L'abondement est le principal déclencheur des versements des salariés sur leur plan d'épargne, PEE ou PER collectif. L'AFG propose de créer une règle d'équivalence de l'abondement de l'entreprise : l'abondement du PER devra être supérieur ou égal à celui offert dans le PEE (hors actionnariat salarié), que ce soit en taux comme en plafond.

En effet, un potentiel de rééquilibrage entre les abondements constatés (sur base 2024) entre les PEE et les PER Collectifs existe. Sur le seul périmètre des dispositifs interentreprises (sans actionnariat salarié), cette nouvelle règle d'abondement permettrait de générer 20 % de collecte en plus vers les Perco.

Pour rappel, les abondements du PEE et du PER collectif fonctionnent aujourd'hui de façon indépendante. En pratique, pour une entreprise donnée, les règles de l'abondement du PEE peuvent être plus avantageuses que celles du PER collectif, ce qui oriente naturellement les versements vers le PEE. Les paramètres qui permettent de moduler l'abondement sont au nombre de trois :

- L'origine des sommes pouvant faire l'objet d'un abondement (participation, intéressement, épargne temps, versements volontaires, prime de partage de la valeur et prime de partage de la valorisation de l'entreprise).
- Le multiple des versements des salariés (ou taux d'abondement) qui peut atteindre 300 % au maximum aussi bien dans le PEE que dans le PER collectif
- Le plafond fixé librement par chaque entreprise, dans le respect du plafond légal de 8 % du plafond annuel de la sécurité sociale (PASS) dans le PEE (hors abondement unilatéral en actionnariat salarié) et de 16 % du PASS dans le PER collectif

Une mise en place de versements volontaires automatiques des salariés

En complément de l'affectation automatique d'une fraction de l'intéressement et de la participation sur le PER collectif, nous proposons de mettre en place, à titre facultatif pour les entreprises, un mécanisme de versements volontaires automatiques assorti d'une contribution forfaitaire des salariés sur le PER collectif.

Ces versements volontaires automatiques seraient assortis d'une incitation à l'abondement de l'entreprise, à hauteur par exemple de 100 % minimum du versement de l'épargnant.

Nos préconisations

Le fonctionnement proposé :

- La mise en place d'un versement programmé mensuel sur le PER collectif dès l'arrivée du salarié dans l'entreprise. Ce mécanisme serait prévu dans le règlement du PER collectif. Chaque salarié aurait toutefois la possibilité de s'opposer à ce prélèvement en manifestant expressément son refus (opt-out). Le montant minimum serait plutôt faible, défini selon un pourcentage du PASS (exemple 1 %, soit 480 euros en 2026).
- Ces versements automatiques alimenteraient le compartiment 2 du PER, afin de faire bénéficier les salariés du cadre du traitement favorable des plus-values des sommes d'épargne salariale (prélèvements sociaux) pour tous les épargnants, y compris ceux qui ne sont pas ou peu imposés.
- Une incitation de l'employeur à abonder ce versement automatique serait créée (fixé par le plan dans la limite d'un plafond). Cet abondement pourrait compléter ce dispositif, en franchise de forfait social. Le multiple de cet abondement pourrait être au minimum de 100 % dans le plafond légal existant de 16 % du PASS.

Ces différentes pistes pourraient donner lieu, pour l'avenir, à une augmentation par palier :

- De la part de la participation et de l'intéressement automatiquement affectés ;
- Du pourcentage du PASS minimum pour les versements volontaires automatiques affectés dans le compartiment 2 du PER collectif ;
- Du renforcement de l'incitation pour les entreprises à abonder ces versements automatiques.

Ces évolutions impliqueraient également de corriger la fiscalité pour renforcer l'attractivité du PER d'entreprise collectif pour les salariés faiblement imposables : supprimer l'augmentation de la CSG introduite par la loi de financement de la sécurité sociale pour 2026, revenir à la taxation aux seuls prélèvements sociaux pour les plus-values issues de versements volontaires et engager une réflexion pour abaisser, voire supprimer le forfait social.

De l'importance de l'éducation financière : mieux informer les actifs notamment les plus jeunes, sur leurs droits et les rassurer sur leur retraite

La lisibilité du système est centrale pour permettre aux actifs de se préparer à leur retraite en anticipant les décisions à prendre en fonction des pensions qu'ils percevront à la retraite. Feront-ils face à une baisse de pouvoir d'achat ? Pourront-ils la compenser par de l'épargne ? Le manque de confiance des jeunes actifs dans les systèmes actuels tient bien sûr aux déséquilibres de certains régimes, mais aussi au manque de visibilité. La plateforme « Info Retraite » et l'application « Ma retraite » sont des avancées très significatives mais elles méritent d'être encore améliorées.

Nos préconisations

- Intégrer le nouveau régime complémentaire par capitalisation et l'épargne retraite collective et individuelle dans les projections de la plateforme Info Retraite en fonction du capital accumulé par le bénéficiaire avec différents modes de sortie (capital fractionné, rente viagère...);
- Ajouter sur la plateforme un volet éducation financière avec les bons principes pour épargner en vue de sa retraite : principe de capitalisation

des revenus, avantage d'épargner régulièrement et le plus tôt possible...

- Intégrer la préparation de la retraite à la stratégie nationale d'éducation économique, budgétaire et financière (EDUCFI) ;¹
- Mieux sensibiliser les jeunes actifs en leur adressant, dès leur entrée dans le monde du travail, une information annuelle individualisée sur leurs droits et perspectives de retraite, à l'image du « bulletin orange » suédois.

Tant le rapport parlementaire remis en 2024 par les députés Charles de Courson et Félicie Gérard sur la fiscalité de l'épargne retraite que les travaux de la Cour des comptes invitent à améliorer l'attrait du PER collectif pour les salariés peu ou pas imposables.

Ces propositions sont conçues pour renforcer le Pilier 3 supplémentaire permettant la généralisation du PER collectif dans toutes les entreprises comptant au moins 11 salariés.

Les travaux de la Chaire « Transitions démographiques, Transitions économiques » (TDTE)² simulent l'effet des revenus issus d'un investissement dans un PER collectif sur le taux de remplacement, cela en supplément de la retraite obligatoire. En partant du poids de l'épargne salariale dans la rémunération des salariés, la modélisation estime le montant versé annuellement sur le PER collectif en fonction de la part des flux d'intéressement et de participation qui y est orientée. Un fléchage automatique de 15 % de ces flux représente, pour un salarié moyen bénéficiant d'au moins un dispositif d'épargne salariale, environ 1 % de son salaire annuel.

Ainsi, un salarié non-cadre à carrière complète né en 2000 pourrait atteindre un taux de remplacement de près de 64 % grâce au seul fléchage automatique de 15 % de son intéressement et de sa participation, retrouvant ainsi un niveau comparable à celui dont bénéficiait, par les régimes obligatoires, un salarié au profil équivalent né au début des années 1980, permettant le rattrapage de près de deux décennies de dégradation du taux de remplacement. Avec un versement volontaire complémentaire équivalent à 2 % de son salaire net chaque année, ce taux atteindrait près de 68 %, contre 62 % selon les projections du COR en l'absence d'épargne retraite.

Un cadre de la génération 2000 (âgé de 25 ans à l'ouverture de son PERCOL) peut espérer améliorer son taux de remplacement d'environ 1,6 point (de 40,6 % à 42,3 %) en orientant 15 % de son intéressement et de sa participation chaque année. L'effet se fait pleinement ressentir lorsque les versements issus de l'épargne salariale sont complétés par des versements volontaires de 2 % du salaire net annuel : pour un cadre de la même génération, le gain de taux de remplacement atteint près de 5 points (de 40,6 % à 45,5 %). ¹

¹ - Source : DARES, 2023. ² - Cf en annexe la synthèse des travaux de la chaire TDTE « Renforcer l'épargne retraite collective pour préserver le niveau de vie des futurs retraités ».

SYNTHÈSE Renforcer l'épargne retraite collective pour préserver le niveau de vie des futurs retraités

Contexte et enjeux

Le vieillissement démographique accéléré en France exerce une pression croissante sur le système de retraite. La part des 65 ans et plus est passée de 16,4 % en 2006 à 22 % en 2026, tandis que le ratio de dépendance démographique a progressé de 23,7 % à 37,4 % entre 1970 et 2021. Les projections du COR anticipent un déficit structurel du système des retraites atteignant -1,4 % du PIB en 2070.

Les réformes successives ont permis de contenir les dépenses autour de 14 % du PIB, mais au prix d'une dégradation du taux de remplacement. D'après les projections du modèle Trajectoire de la Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (DREES), celui-ci passerait entre les générations 1960 et 2000 de 50,6 % à 40,6 % pour les cadres, de 74,6 % à 64 % pour les salariés du privé non-cadres à carrière complète, et de 67,4 % à 56,8 % pour ceux à carrière hachée. L'étude réexamine le débat répartition-capitalisation en rappelant que contrairement à une idée répandue, le rendement de la capitalisation n'est pas totalement indépendant du vieillissement démographique. Néanmoins, la littérature établit que les rendements d'un capital diversifié tendent à dépasser la croissance économique, rendement implicite de la répartition.

Méthodologie

L'étude combine deux modèles de microsimulation. Le modèle Trajectoire de la DREES, utilisé par le COR, projette les carrières et pensions selon les règles des régimes obligatoires. L'analyse porte sur trois cas types du secteur privé : un cadre à carrière ascendante, un salarié non-cadre à carrière complète, et un salarié non-cadre à carrière hachée avec interrup-

tions. Pour toutes les générations 1980-2000 étudiées, l'âge de liquidation est fixé à 64 ans. Le modèle Trajectoire retient un âge de début de carrière fondé sur des données empiriques issues de l'Échantillon Inter-régimes de Cotisants (EIC). La pension issue des régimes obligatoires fait alors l'objet d'une décote, du fait du nombre insuffisant de trimestres validés pour atteindre le taux plein.

Le modèle PERMAT de la Chaire TDTE simule l'effet des revenus issus d'un investissement dans un Plan d'Épargne Retraite Collectif (PERCOL) sur le taux de remplacement, cela en supplément de la retraite obligatoire. Le capital est intégralement converti en rente viagère selon la table TGHF05 de l'Insee (pour un taux technique de 0 %), avec des taux de conversion du capital en rente variant de 3,22 % pour la génération 1980 à 2,96 % pour la génération 2000. L'amélioration du taux de remplacement est obtenue en rapportant la rente nette de prélèvements sociaux à la dernière rémunération obtenue par le salarié étudié. Le choix du PERCOL permet de limiter les biais inégalitaires liés à la capacité d'épargne : empiriquement, environ 65 % des versements sur ce dispositif proviennent de l'épargne salariale (intéressement, participation et abondement). En partant du poids de l'épargne salariale dans la rémunération des salariés, nous modélisons le montant versé annuellement sur le PERCOL en fonction de la part des flux d'intéressement et de participation qui y est orientée. Nous étudions plus spécifiquement l'effet d'un fléchage automatique de 15 % de ces flux. À partir des données de l'enquête Acemo-Pipa publiée par la DARES, nous estimons qu'une telle part représente, pour un salarié moyen bénéficiant d'au moins un dispositif d'épargne salariale, environ 1 % de son salaire annuel ; ce montant est versé chaque année dans le plan, depuis l'année d'ouverture du plan (2025 dans les simulations) jusqu'au départ en retraite. Ces versements sont complétés par des versements volontaires de 0 %



(épargne salariale uniquement), 2 % ou 5 % du salaire net, auxquels s'ajoute un abondement de l'employeur fixé à 40 % des versements.

Le capital est géré selon trois profils de gestion pilotée avec désensibilisation progressive au risque actions. Les performances retenues proviennent des données historiques AFG 2003-2025, nettes de frais de gestion et déflatées. L'approche stochastique repose sur une simulation Monte Carlo, intégrant la volatilité des classes d'actifs et leurs corrélations.

Résultats principaux


Le modèle étudie l'effet du plan d'épargne sur le taux de remplacement dans l'hypothèse d'une ouverture du contrat en 2025. Ainsi, pour un salarié de la génération 1980, la durée d'investissement sur le PERCOL n'est que de 19 ans, compte tenu de l'hypothèse d'un départ en retraite à 64 ans. À l'inverse, un salarié de la génération 2000 investit sur son PERCOL pendant 39 ans. Les résultats présentés correspondent au quantile médian des simulations en gestion dynamique.

Parmi les générations étudiées, les plus proches du départ en retraite voient leur taux de remplacement ne s'améliorer que marginalement, en raison du faible horizon de capitalisation. À titre d'illustration, pour la génération 1980, un cadre ou un salarié non-cadre du privé à carrière complète qui n'effectue aucun versement volontaire et oriente 15 % de son intéressement et de sa participation sur son plan verra son taux de remplacement amélioré d'environ 0,9 point par rapport aux projections du COR (respectivement de 42,8 % à 43,7 % et de 64,9 % à 65,8 %). Pour un salarié du privé à carrière hachée, l'amélioration est mécaniquement plus faible et s'élève à 0,6 point (de 61,8 % à 62,4 %). Si ce salarié complète ses versements issus de l'épargne salariale par des versements volontaires de 2 % de son salaire net annuel, le taux de remplacement qu'il peut espérer est nettement amélioré, malgré un horizon de cotisation court. Pour un cadre ou un salarié du privé à carrière complète, le gain atteint 2,6 points (de 42,8 % à 45,4 % et de 64,9 % à 67,6 %), contre 1,8 point pour un salarié non-cadre à carrière hachée.

Les générations les plus jeunes sont celles qui bénéficieraient le plus de cette généralisation du PERCOL et du fléchage de 15 % des flux d'intéressement et de participation. Un cadre de la génération 2000 (âgé de 25 ans à l'ouverture de son PERCOL) peut espérer améliorer son taux de remplacement d'environ 1,6 point (de 40,6 % à 42,3 %) en orientant 15 % de son intéressement et de sa participation chaque année. Cette amélioration atteint 2 points pour un salarié non-cadre du privé, qu'il ait connu ou non des interruptions de carrière (respectivement de 56,8 % à 58,7 % et de 61,9 % à 63,9 %). L'effet se fait pleinement ressentir lorsque les versements issus de l'épargne salariale sont complétés par des versements volontaires de 2 % du salaire net annuel : pour un cadre de la même

génération, le gain de taux de remplacement atteint près de 5 points (de 40,6 % à 45,5 %). Les salariés non-cadres du privé de la génération 2000, avec ou sans interruption de carrière, connaissent quant à eux un gain substantiel d'environ 6 points (respectivement de 56,8 % à 62,6 % et de 61,9 % à 67,8 %).

Conclusion

L'étude montre qu'un développement maîtrisé de l'épargne retraite collective constituerait un supplément crédible aux régimes obligatoires. Ainsi, un salarié non-cadre à carrière complète né en 2000 pourrait atteindre un taux de remplacement de près de 64 % grâce au seul fléchage automatique de 15 % de son intéressement et de sa participation, retrouvant ainsi un niveau comparable à celui dont bénéficiait, par les régimes obligatoires, un salarié au profil équivalent né au début des années 1980, permettant le rattrapage de près de deux décennies de dégradation du taux de remplacement. Avec un versement volontaire complémentaire équivalent à 2 % de son salaire net chaque année, ce taux atteindrait près de 68 %, contre 62 % selon les projections du COR en l'absence d'épargne retraite. L'épargne retraite doit donc être pensée comme un supplément, et non comme un substitut, à la répartition. Une limite importante subsiste néanmoins : l'accès aux dispositifs d'épargne salariale demeure inégal selon la taille de l'entreprise et le secteur d'activité. Sur 21 millions de salariés dans le secteur privé, seuls un peu plus de 10 millions en bénéficient aujourd'hui, ce qui appelle à une extension de ces dispositifs pour garantir l'équité du renforcement envisagé. 

SYNTHÈSE **Simulation pour l'introduction d'un régime complémentaire en capitalisation aux côtés du régime de retraite complémentaire en répartition des salariés du privé**

Contexte

L'évolution démographique pose la question de la pérennité et de l'efficacité de notre système de retraite reposant majoritairement sur son financement par le travail. Dans un système en répartition, le rendement dépend étroitement de la démographie et de la croissance économique.

S'agissant de la projection de la masse salariale, relativement aux besoins financiers en termes d'évolution des prestations, les projections ne sont pas favorables en France. La population active devrait rester stable jusqu'en 2040, puis diminuer, tandis que la part des 65 ans et plus passerait de 24 % de la population aujourd'hui à 28 % en 2040, et 33 % en 2070. La dégradation du rapport entre actifs et retraités réduit mécaniquement ce rendement, et se traduit, pour les assurés, par une baisse continue du taux de remplacement.

Il paraît nécessaire de trouver des voies complémentaires de financement afin de pallier cet appauvrissement collectif. La plupart des pays confrontés aux mêmes évolutions démographiques ont introduit une part de capitalisation dans leur système de retraite. Celle-ci représente en moyenne 17 % des prestations de retraite dans les pays de l'OCDE, contre seulement 2 à 3 % en France. Dans un régime par capitalisation, le rendement repose sur la performance de placements financiers diversifiés, et ne se limite pas aux facteurs démographiques et économiques du seul pays sur lequel repose le système de retraite.

C'est dans ce contexte que l'étude simule les effets de l'introduction d'un régime en capitalisation aux côtés du régime de retraite complémentaire en répartition Agirc-Arrco des salariés du secteur privé.

Méthodologie

L'étude teste deux modalités distinctes, présentes dans le débat public, pour alimenter ce nouveau régime en capitalisation. Dans les deux cas, les hypothèses retenues sont volontairement prudentes et chaque modalité est analysée à deux niveaux complémentaires :

- **Une approche macro-économique** : fondée sur les données publiées par l'Agirc-Arrco, elle estime la volumétrie du nouveau régime, soit le volume annuel de cotisations affectées au régime en capitalisation et le capital constitué à long terme investi dans l'économie.
- **Une approche micro-économique** : fondée sur le simulateur du COR, elle mesure le bénéfice individuel en comparant le niveau des pensions entre le régime actuel et un régime mixte associant répartition et capitalisation.

L'analyse micro-économique s'appuie sur deux cas-types de salariés de la génération 2000, à carrière complète et sans interruption : un salarié cadre (carrière de 23 à 66 ans) et un salarié non-cadre (carrière de 21 à 64 ans), soit 43 années de carrière dans les deux cas. Cette durée de carrière permet de

bénéficier du taux plein qui correspond à l'optimum en termes de rendement financier du régime en répartition. L'espérance de vie est estimée à 93,3 ans pour le cadre et de 91,3 ans pour le non-cadre. En revanche, la durée de vie à la retraite est identique pour les deux catégories et s'établit à 27,3 ans. Les sommes affectées à la capitalisation sont investies en gestion pilotée, avec une réduction progressive de l'exposition au risque à l'approche de la retraite ; le capital accumulé est ensuite converti en rente viagère nette (avec et sans réversion) versée pendant la retraite. Trois indicateurs principaux sont mobilisés : le taux de récupération net (pensions cumulées rapportées aux cotisations cumulées), le taux de rendement interne net (taux d'actualisation qui équilibre, pour un individu, la somme des cotisations versées et des pensions nettes reçues sur l'ensemble du cycle de vie), et le taux de remplacement net (première pension nette rapportée au dernier salaire net).

Objectifs et résultats des deux simulations

SIMULATION 1 — Transfert d'une partie des cotisations du régime en répartition vers un nouveau régime en capitalisation¹

Objectif : mesurer l'impact du transfert d'une fraction des cotisations du régime complémentaire en répartition vers un nouveau régime en capitalisation. Le niveau global des taux de cotisations (salariés et employeurs) reste inchangé : il n'y a donc aucun coût supplémentaire. Pour compenser l'effet sur le régime par répartition, plusieurs mesures qui relèvent du financement de la transition vers ce régime mixte sont listées à titre d'illustration.

Résultats macro-économiques

- Environ 15 % des cotisations Agirc-Arrco seraient réorientées vers la capitalisation, un niveau proche de celui retenu par la Suède lors de sa réforme de 1998.
- En ciblant les salariés de moins de 41 ans (la moitié des cotisants, qui disposent d'une durée d'investissement suffisamment longue), le flux annuel affecté à la capitalisation s'élèverait à environ 4,5 milliards d'euros (données 2023).
- Après 20 ans, selon les hypothèses choisies, le capital accumulé atteindrait entre 180 et 220 milliards d'euros, investis à long terme dans l'économie.

Résultats micro-économiques

- **Salarié cadre** : le taux de récupération net du régime en capitalisation (150 %) permet d'améliorer le taux de récupération global du régime mixte (105 %) contre un taux de 101 % dans le régime actuel. Le taux de remplacement net obtenu dans le régime actuel en répartition (27,75 %) progresse d'un point de pourcentage pour atteindre 28,72 %

dans le nouveau régime mixte. Le flux cumulé des pensions sur l'ensemble de la période de retraite progresse de +3,9 % en euro constant.

- **Salarié non-cadre** : le taux de récupération net du régime en capitalisation (154 %) permet d'améliorer le taux de récupération global du régime mixte (100 %) contre un taux de 96 % dans le régime actuel. Le taux de remplacement net passe de 14,39 % dans le régime actuel par répartition à 14,85 % dans le nouveau régime mixte, soit un gain de 0,46 point de pourcentage. Sur l'ensemble de la période de retraite, le cumul des pensions perçues progresse de 4,2 % en euros constants.

SIMULATION 2 — Création d'un régime en capitalisation alimenté par une heure de travail supplémentaire²


Objectif : analyser l'impact de l'affectation à un nouveau régime en capitalisation de la rémunération nette de charges d'une heure de travail supplémentaire par semaine (passage à 36 heures, soit l'équivalent de six jours travaillés de plus par an, ou +2,6 % du temps de travail annuel). Le régime est ici alimenté non par un transfert de cotisations existantes, mais par un revenu nouveau (salaire différé).

Résultats macro-économiques

- Le flux annuel affecté au régime en capitalisation, équivalent à 2,6 % de la masse salariale nette des salariés du privé, est estimé à environ 13 milliards d'euros (données 2023).
- Après 20 ans, selon les hypothèses choisies, le capital accumulé atteindrait entre 375 et 440 milliards d'euros.

Résultats micro-économiques

- **Salarié cadre** : le taux de remplacement net passe de 27,75 % dans le régime actuel par répartition à 32,46 % dans le nouveau régime mixte, soit une hausse de 4,7 points de pourcentage. Les flux cumulés des pensions progressent de +17 % par rapport aux pensions servies par le régime Agirc-Arrco actuel. Rappelons que les pensions nettes de l'Agirc-Arrco représentent 58 % de l'ensemble de ses pensions (CNAV et Agirc-Arrco).
- **Salarié non-cadre** : le taux de remplacement net passe de 14,39 % dans le régime actuel à 19,33 % dans le régime mixte, soit une hausse de près de 5 points de pourcentage. Les flux cumulés des pensions progressent de +35 % par rapport aux pensions servies par le régime Agirc-Arrco actuel. Rappelons que les pensions nettes de l'Agirc-Arrco représentent 22 % de l'ensemble de ses pensions (CNAV et Agirc-Arrco).

Ces résultats restent sensibles aux hypothèses économiques et financières retenues et doivent être interprétés comme des ordres de grandeur illustratifs destinés à éclairer le débat. 

¹ - Ce type de modalité est notamment porté par la Fondation pour l'innovation politique. ² - Proposition notamment portée par l'Institut économique Molinari.



L'AFG remercie l'ensemble des experts qui ont accepté de contribuer à la réalisation de ce livre blanc à travers la publication d'un entretien. Les propos, exprimés très librement par ces experts, n'engagent pas la responsabilité de l'AFG.

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut l'utilité de la gestion d'actifs pour les investisseurs et l'avenir de notre pays. Elle regroupe plus de 400 membres, dont environ 330 sociétés de gestion, qui gèrent 90 % des encours sous gestion en France. Le montant de ces encours s'élève à plus de 5400 milliards d'euros, montant le plus élevé des États membres de l'Union européenne. L'AFG soutient le développement de la gestion d'actifs française au bénéfice des épargnants, des investisseurs et des entreprises. L'AFG s'investit pour une réglementation stable, efficace et compétitive, avec un engagement fort : permettre aux épargnants de financer leurs projets de vie tout en mobilisant l'épargne privée vers les entreprises qui se transforment.

www.afg.asso.fr/fr

Juin 2026

Contact :

Caroline Richard,
Directrice de la
Communication
c.richard@afg.asso.fr

AFG

17 square Edouard VII
75009 Paris
Avenue des arts, 56
1000 Bruxelles

