



LA FRANÇAISE

LA LETTRE

ÉDITION SPÉCIALE - 30 JANVIER 2020

Mon fils, ma bataille... **MA RETRAITE, MON ÉPARGNE...**

De Xavier Lépine – Président du Directoire du Groupe La Française



Photo : F. FERVILLE

Les débats actuels sont l'opportunité pour chacun d'entre nous de réfléchir sur sa vie plus tard et ne pas participer au pessimisme stupide ambiant du type "de toute façon je n'aurai pas de retraite" !

La préférence pour le présent, la procrastination facile, l'angoisse de la vieillesse, la difficulté de comprendre comment ça marche, l'information peu claire, "dans 20 ou 30 ans j'ai le temps pour m'en occuper et je ne sais déjà pas ce que je vais faire dans 6 mois (alors que par contre, une certitude, si je vis toujours, je ne travaillerai plus à 65 ans !)", tous ces propos nous les entendons et y participons d'une certaine manière.

C'est aussi l'opportunité pour les acteurs de l'épargne de réfléchir sur ce que sera LE PRODUIT de demain qui viendra très largement se substituer au contrat en euros, ce qu'ont déjà largement amorcé les pays du Nord de l'Europe.

Cette lettre n'apporte pas des conclusions définitives et ne prétend pas être exacte sur les données tant les paramètres sont complexes et instables. Elle a vocation à situer le cadre, donner un ordre de grandeur et faciliter

la réflexion sur ce sujet qui nous concerne tous. Ceux qui ont la chance d'avoir encore un horizon de temps long peuvent donc ainsi corriger le tir des seniors qui n'ont pas vu venir le choc !

Je ne rentrerai pas dans les polémiques actuelles sur la réforme des régimes de retraite mais quelques réalités s'imposent ; l'allongement de la durée de la vie, la pyramide des âges, la disparition de l'inflation du fait de la globalisation et de la désindexation des salaires sont autant de facteurs déterminants. Se posera donc pour les salariés ayant d'une part une capacité d'épargne et d'autre part une forte chute de leur revenu, la nécessité d'épargner pour leur retraite.

La loi Pacte ayant par ailleurs fourni un cadre juridique et fiscal facilitant de fait la création de fonds de pension à la Française, nous pouvons donc nous livrer à quelques simulations et calculs historiques afin de pouvoir comparer la retraite par répartition, la retraite par capitalisation et la dose de retraite par capitalisation qu'il conviendrait de se constituer en fonction de l'objectif de revenu futur recherché.

En synthèse :

■ **Sur le passé**, un salarié du secteur privé gagnant aujourd'hui 50 000 € net et partant maintenant à la retraite :

- Recevra 25 000 € de retraite sur les 20 ans à venir, soit l'équivalent de 500 000 €, et peu ou prou les cotisations retraites qu'il a versé ainsi que son employeur.
- Compte tenu de la performance historique des marchés financiers et d'immobilier de bureaux que ce soit sur les 20 ou les 40 dernières années, en mettant 2 % de son revenu de coté tous les mois, ce salarié aurait été aujourd'hui en situation de doubler le montant de sa retraite.

■ **La réforme des retraites et la loi Pacte**, spécialement pour les hauts revenus, doit inciter à se constituer une dose de retraite par capitalisation. Objectivement, les moteurs de performance - la baisse des taux d'intérêt et la globalisation - des dernières décennies ont disparu et les nouveaux moteurs de performance - technologie, intelligence artificielle, décarbonation et réduction des inégalités - ne permettent pas de faire des prévisions de rendement aussi importantes sur les décennies à venir. Un rendement attendu, net de frais de l'épargne de 3 % annuel est dès lors raisonnable. Le véritable effet de levier proviendra donc de la nouvelle fiscalité liée au Plan d'Epargne Retraite qui, pour simplifier, permet de multiplier par deux le rendement attendu et donc de pouvoir se constituer un capital retraite significatif pour un taux d'effort d'épargne mensuel relativement faible.

■ **Ainsi, pour les acteurs de l'épargne**, cela signifie que le modèle économique dominant qui reposait très largement sur le contrat en euros où le risque était pris par l'assureur en contrepartie d'une partie du sur-rendement, va être remplacé par un système où le risque est transféré à l'épargnant mais absorbé très substantiellement par l'Etat via la réduction d'IRPP.

■ Ce changement radical de business model tant pour la personne physique que pour l'écosystème de l'épargne est l'enjeu majeur des années à venir.

* * *

1 - L'analyse du passé :

Pour ce faire, j'utiliserai les statistiques suivantes à partir de 1980, en illustrant la réflexion avec un revenu net avant impôt de 50 000 € en 2019 :

- L'inflation mensuelle (source Insee)
- La performance mensuelle, dividendes réinvestis, des actions françaises (source Insee puis Euronext)

■ La performance mensuelle de l'immobilier de bureaux Prime Paris QCA loyers réinvestis (source CBRE)

■ La performance du logement à Paris, loyers réinvestis (source Insee, Chambre des Notaires, OLAP).

Sur 40 ans :

	Inflation	Actions Françaises Div réinvestis	Bureaux Paris Loyers réinvestis	Logements Paris Loyers réinvestis
Base 100 en 1980	100	100	100	100
Décembre 2019	304	7 912	7 212	5 257
multiplié par	3	79	72	53
TRI	2,8 %	11,5 %	11,3 %	10,4 %

Les performances des actifs, qui par exemple multiplient par 79 son capital en 40 ans (y compris en réinvestissant les dividendes), sont certes élevées (Taux de rendement de 11,5 %) mais sont assez cohérentes avec la perception que l'on a généralement (croissance économique, productivité et inflation). Par ailleurs ces taux de rendement internes baissent fortement depuis quelques années alors qu'ils étaient élevés dans les années 80 jusqu'à 2000 (l'inflation était encore élevée en début de période).

Ainsi sur 20 ans, soit la performance depuis 2000, les taux de rendements sont singulièrement différents avec un sur-rendement de l'immobilier lié à la baisse des taux longs et à l'effet rareté.

	Inflation	CAC Div réinvestis	Bureaux QCA Loyers réinvestis	Logements Paris Loyers réinvestis
TRI depuis 2000	1,4 %	4,1 %	11,3 %	9,2 %

Prenons maintenant le cas d'un salarié faisant valoir aujourd'hui ses droits à la retraite dans le régime actuel, l'Insee estime qu'en moyenne, pour un salarié dans le secteur privé ayant un salaire annuel de 50 000 € net avant impôt (soit 40 000 € net après impôt), le taux de remplacement est de 50 % du dernier salaire, soit, une retraite nette d'impôt (au barème actuel) annuel de 22 500 € soit 56 % de son revenu pendant sa période d'activité (petit "coup de pouce" lié à la progressivité du barème de l'IRPP). Compte tenu de la nécessité d'équilibrer à long terme le régime, il est probable que le nouveau système engendre des taux de remplacement plus faible. Nous pouvons faire l'hypothèse d'un minimum d'impact probablement de l'ordre de 5 % de baisse du taux de remplacement pour le porter à 45 %, portant la retraite avant impôt à 22 500 € annuel, soit 1 688 € net après impôt par mois, soit peu ou prou 50 % de son dernier revenu net après impôt.

	Annuel	Mensuel
Salaire net avant impôt	50 000	4 167
Salaire net après impôt	40 000	3 333
Retraite nette avant impôt	25 000	2 083
Retraite nette après impôt	22 500	1 875
% du revenu net après impôt	56 %	56 %
Après réforme		
Retraite nette avant impôt	22 500	1 875
Retraite nette après impôt	20 250	1 688
% du revenu net après impôt	51 %	51 %

La première question qui se pose est le montant payé tant par le salarié que par l'employeur permet-il de verser une rente à vie de 22 500 € ? ce qui, compte tenu d'une espérance de vie de 20 ans à l'âge de départ à

la retraite (avec un départ à 62 ans) représente un capital de 450 000 €. Prenons comme hypothèses (fortes) de calcul :

- Le revenu annuel de 50 000 € déflaté de l'inflation, soit, à titre d'illustration l'équivalent de 17 000 € annuel en 1980 (inflation historique).
- Une cotisation retraite totale de 30 % du salaire répartie à hauteur de 40 % pour le salarié (soit 12 %) et de 60 % pour l'employeur (18 %).

Sur ces bases (théoriques), le salarié qui aurait commencé à travailler en 1980 pour partir à la retraite en 2022 aurait ainsi cotisé 180 K€ durant sa vie professionnelle et son employeur 270 K€, soit un total de 450 K€ pour recevoir sous forme de retraite annuelle 25 K€ soit l'équivalent d'un capital de 500 K€ avec une espérance de vie de 20 ans.

	Salaires cumulés	Cotisations salariales	Cotisations patronales
1980 - 2019	1 501 645	180 197	270 296
Totale cotisations	450 494		
Retraite annuelle	25 000 (soit 50 % du dernier salaire)		
Espérance de vie	20 ans		
Equivalent capital	500 000		

Ainsi le montant de cotisations payées est très proche de l'équilibre qu'il recevra pendant sa retraite... et l'on comprend mieux le projet du gouvernement puisqu'en prenant comme actuellement les 25 meilleures années et non pas la totalité de la vie professionnelle, le système est potentiellement déséquilibré, déséquilibre qui peut être également corrigé par un allongement de 1 an la durée de cotisation, comme cela fait de facto 1 an de cotisation de plus et 1 an de retraite de moins à payer (soit 1/20, i.e. 5 %).

Deuxième étape du raisonnement, quel effort d'épargne aurait été nécessaire pour maintenir le même niveau de revenu après le départ à la retraite ? La réponse est simple, compte tenu des performances historiques, et sans avantage fiscal autre que d'avoir capitalisé les revenus dans un contrat d'assurance vie, 2 % de son revenu en capitalisation (1 % en actions et 1 % en immobilier) depuis le début de son activité professionnelle lui aurait permis de doubler son capital retraite. D'une certaine manière, l'acquisition de sa résidence principale, ce qui était largement le cas dans cette génération, a certes représenté plus de 1 % de son revenu mensuel mais lui a historiquement souvent permis de se constituer une partie de ce capital retraite.

Versement mensuel	2 % du revenu mensuel
Versements cumulés	30 033
Capital accumulé	
Si placement dans le CAC	307 535
En SCPI bureaux	199 727
Valeur du patrimoine	507 263
Reversé sur 20 ans	25 363

2 – Et pour demain... prenons comme hypothèses

- Un horizon de 20 ans (ce qui correspond peu ou prou à l'horizon de la retraite d'une personne née en 1975)
- Un taux d'inflation de 1 % qui sera appliqué à son revenu
- Des taux d'intérêt qui restent durablement bas pour permettre le financement de la transition environnementale (cf. lettre précédente)

- Un rendement des actions de 3,5 % (dividendes et croissance valeur avec une inflation de 1 %)
- Un rendement de l'immobilier de bureaux de 3,2 %.

	Inflation	Actions Div réinvestis	Bureaux Paris Loyers réinvestis
Base 100 en janvier 2020	100	100	100
Décembre 2040	123,3	207,7	195,1
multiplié par	1,23	2,08	1,95

Bien évidemment la baisse des rendements ne permet pas aujourd'hui d'atteindre des rendements comparables à ceux des 40 dernières années. Je prendrai donc 2 cas de figure en prenant comme hypothèse un salarié né en 1975 et qui n'a donc plus que 20 ans (au maximum) pour compléter sa retraite (et qui n'a pas particulièrement épargné jusque-là) :

- Une personne avec un salaire de 50 000 € net aujourd'hui
- Une autre ayant un salaire de 200 000 € et donc largement impactée par la réforme à venir qui prévoit de limiter les cotisations à 3 % sur la fraction qui excède 120 000 € de revenu, ce qui de facto limite aux alentours de 50 000 € la retraite en échange.

Tout d'abord, combien vont-ils toucher lors de leur retraite ?

2040	Personne 1	Personne 2
Revenu actuel net	50 000	200 000
Retraite nette avant impôt	27 732	50 000
Espérance de vie	20 ans	
Equivalent capital	554 644	1 000 000

Bien évidemment les perspectives de rendement influent fortement sur l'intérêt de mettre de côté de l'argent. Le rendement attendu des actifs n'est pas considérable, mais dans les faits l'avantage fiscal de déductibilité de l'IRPP lié au Plan d'Épargne Retraite augmente de 50 % le rendement réel (via l'économie d'IRPP pendant la phase d'accumulation).

Concrètement, avec un taux d'épargne de 6,5 % après déduction fiscale en investissant dans un Plan d'Épargne Retraite composé à 50 % d'actions (actif d'efficience économique et de plus-value par excellence et qui suit globalement la croissance du PIB nominal mondial sur longue période) et 50 % en immobilier de bureaux (actif de rendement, lié également à l'activité économique mais également à la rareté), ce salarié peut espérer raisonnablement se constituer un complément de retraite autour de 30 %.

Salarié	50 000	
Taux d'effort	10 %	Montant mensuel 417
Taux d'effort après déduction fiscale	6,5 %	Montant mensuel net 271
Montant investi	110 651 (50/50 immobilier de bureaux/actions monde dividendes réinvestis)	
Valeur de capital	79 040 actions	
Valeur de l'immobilier	76 541	
Capital constitué	155 582	
Capital retraite par répartition	554 644 rappel	
Equivalent de complément de retraite	28 %	

Pour une personne percevant un revenu net de 200 000 € (1 % de la population française), Il est clair que cette fraction de la population salariée a clairement intérêt à se constituer une retraite complémentaire.

Tout d'abord comme elle ne cotisera que 3 % sur la fraction supérieure à 120 000 € (mais ne recevra pas de retraite sur cette fraction), elle peut par rapport à aujourd'hui déjà mettre 800 € en réserve par mois x 1,5 (économie d'IRPP d'un Plan d'Épargne Retraite), soit 1 200 €, sans impacter son revenu net fiscal actuel. Ensuite, en épargnant 10 % de son revenu net total, dont la moitié sera déductible de son IRPP, elle pourra au total investir jusqu'à 30 800 € (sous réserve des modalités en cours d'études), soit 15 % de son revenu qui, par rapport à la situation actuelle ne lui coûteront un effort d'épargne que de 5 %. A une époque où le logement dans les zones tendues est difficilement abordable y compris pour les hauts revenus, un arbitrage entre location de son logement et investissement en immobilier de bureaux dans ce nouveau contexte est à étudier... En tout état de cause, avec un effort net fiscal réel de 5 % de son revenu, il peut raisonnablement sur les 20 ans de vie professionnelle qu'il lui reste se constituer un patrimoine lui permettant d'augmenter de près de 90 % sa retraite et de retrouver ainsi un revenu à la retraite proche de 50 % de ce qu'il avait en période d'activité.

Salarié	200 000	
Effort annuel indolore	10 800 sur la fraction excédant 120 K€	
Taux d'effort complémentaire	10 %	
Effort annuel complémentaire	20 000	
Effort annuel complémentaire net d'impôt	10 000	
Total investissement annuel	30 800	15 %
Total investi mensuellement	2 567	
Taux d'effort réel net fiscal annuel	10 000	5 %
Montant investi	663 903	
Montant investi net fiscal	215 553	
Valeur du capital	474 241 en actions	
Valeur de l'immobilier	459 249	
Capital constitué	933 490	
Capital retraite par répartition	1 070 401 rappel	
Equivalent de complément de retraite	87 %	

Au total et sans porter aucun jugement politique sur le bien-fondé ou non de la réforme des retraites en cours, en ce qui concerne seulement les salariés du secteur privé, sur le plan strictement financier et indépendamment de la durée de cotisation et de l'âge pivot, nous avons donc deux impacts :

- Un changement des modalités de calcul pour prendre en compte la totalité de la vie active
- Pour les salaires élevés, au-dessus, de 120 K€ par an, un plafond à 50 K€ de la retraite (ce qui implicitement signifie également que le taux de remplacement des revenus à pile 120 K€ est de 40 %).

La loi Pacte et les Plans d'Épargne Retraite introduisent la possibilité de compenser cette baisse de retraite par un Plan d'Épargne Retraite dont les cotisations sont déductibles du revenu (dans certaines limites encore en discussion), ce qui fait que l'effort réel n'est que de la partie nette fiscale au taux marginal d'imposition.

Sous un certain angle, on peut donc considérer que la démographie - allongement de la durée de la vie et déformation de la pyramide des âges - impose de passer, à la marge, d'un système où l'équilibre du financement des retraites était collectivisé entre deux parties prenantes que sont les salariés et les employeurs (l'Etat n'étant là que pour veiller à l'équilibre du système de répartition) à un système complété par une dose capitalisation individuelle où l'Etat vient se substituer aux parties prenantes dans une proportion significative via la déductibilité fiscale qui accompagne cette réforme (le PER). D'une certaine manière, la collectivité, via la déductibilité

fiscale, vient donc compléter l'effort de retraites qui n'était préalablement supporté que par les salariés et les employeurs. Il n'en demeure pas moins que les revenus modestes ne seront pas en capacité d'épargner et donc de bénéficier de cette évolution mais comme ce sont les revenus élevés qui sont essentiellement pénalisés par la réforme à venir, l'ensemble n'est pas non plus illogique.

Les performances historiques des actifs financiers, actions comme actifs de plus-value et immobilier de bureaux comme actifs de rendement et de rareté, ne peuvent raisonnablement être projetées comme indicateur de rendement pour les prochaines décennies. En tablant sur des projections plus réalistes et conservatrices de rendement et d'inflation futur, l'effort à faire, compte tenu de l'avantage fiscal sur l'impôt sur le revenu annuel, n'est pas considérable mais un effort de pédagogie important doit être fait tant auprès des salariés que des acteurs de l'épargne pour mettre en place les outils nécessaires.

En synthèse, plusieurs points :

- Les débats en cours sur les retraites, c'est aussi l'opportunité de prendre conscience de la nécessité de se constituer une retraite complémentaire à la retraite par répartition.
- Pour les revenus supérieurs à 120 K€, ils ne devraient même pas se poser la question de l'opportunité de se constituer une épargne retraite complémentaire mais plutôt de comment le faire.
- Les actions sont évidemment beaucoup plus volatiles que l'immobilier et le versement mensuel est la meilleure façon de palier la volatilité des marchés. La procrastination et le market timing sont les pires ennemis de l'épargnant de long terme qu'est le futur rentier : ne pas être investi sur les 6 meilleurs mois des 40 dernières années fait baisser la performance de près de 50 % !

L'allocation d'actifs de long terme, cf ma lettre précédente, est la seule qui a du sens !

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de son auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.

XX3456 - Janvier 2020



LA FRANÇAISE

Groupe La Française
128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 73 00 73 00 - Fax +33 (0)1 73 00 73 01
480 871 490 RCS PARIS - www.la-francaise.com