

---

# 2015

# Novembre

---

## LES CAHIERS DU CENTRE

*Numéro 29*

*- Actualités -*

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des  
Professions Financières (CPF)

### CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

### Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

### Responsable de la publication

Lucile DUVAL

[l.duval@professionsfinancieres.com](mailto:l.duval@professionsfinancieres.com)

\* \*

\*

## EDITORIAL

### « Les retraites dans un monde en crise »

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS..... Page 1

### « Les caisses de retraite des indépendants, investisseurs dans l'économie réelle »

Henri CHAFFIOTTE, CARMF..... Page 3

### « Les régimes spéciaux de retraite - Les acquis de l'histoire à l'épreuve des contraintes d'aujourd'hui »

Ernest-François BERTHET, Sénat..... Page 8

### « Equilibre financier des régimes de retraite »

Francis WEBER, REUNICA..... Page 13

### « Vers une sortie de crise ? »

Jacques DE LAROSIERE, Académie des Sciences Morales et  
Politiques..... Page 16

## ÉDITO

### « Les retraites dans un monde en crise »

L'actualité nous donne l'occasion de refaire un point sur notre système de retraite, thème déjà abordé dans le Cahier n°24. La réforme, sujet politique délicat est toujours à poursuivre, elle est indispensable pour un équilibre futur même si les dix prochaines années laissent prévoir un écrasement temporaire de la dérive. Un fort sentiment d'inégalité demeure : l'augmentation des cotisations et les rattrapages « pour mise à niveau » dans la fonction publique s'étalent jusqu'en 2023 et la majorité des « baby boomers » est déjà à la retraite ; le principe de « justice » annoncé pour prendre la relève du concept de « solidarité entre les générations » n'apparaît pas toujours comme évident, malgré les travaux documentés du COR.

Il n'y aura probablement pas de vraie réforme avant 2017.

État des lieux :

- **Henri Chaffiotte**, Directeur de la Caisse Autonome de Retraite des Médecins de France, fait un rappel utile des organismes acteurs du paysage de la retraite. Il souligne par ailleurs le rôle, actif et efficace, pour le financement de l'économie, d'institutions qui, pour gérer des projections démographiques avec des horizons longs, ont prudemment constitué des réserves.
- **Ernest Berthet**, Directeur Général Honoraire du Sénat, décortique les régimes spéciaux. Fruits de l'histoire, ils sont mal connus ; on en parle peu, les politiques et la presse focalisent sur les régimes des salaires du privé, ils sont l'objet de bien de phantasmes car ils offrent, parfois, des avantages qui semblent exorbitants aux yeux du commun des mortels.
- Au-delà du satisfecit donné par la Cour des Comptes à l'AGIRC et à l'ARRCO sur sa bonne gestion technique face à l'évolution de ses contraintes (retraite à 60 ans, faible croissance économique, taux de chômage élevé, baisse de l'inflation et des taux de marché), **Francis Weber**, Directeur Financier de REUNICA (Groupe AG2R La Mondiale) situe le système français dans un contexte international où les questions démographiques sont souvent comparables à celles de la France.
- Le lien entre vieillissement des populations et crise séculaire est souligné par **Jacques de Larosière**, ancien Président du FMI, ancien Gouverneur de la Banque de France, Membre de l'Académie des Sciences Morales et Politiques qui nous fait l'honneur de nous donner un article. Son analyse, comme d'habitude, synthétique, claire, précise et libre, peut paraître ici très pessimiste, elle nous donne toutefois des clefs, l'espoir d'une réforme nécessaire.

Jean-Pierre MAUREAU  
Cahiers du Centre  
CILT

11 novembre 2015

\* \* \*

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :  
[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :  
Centre des Professions Financières  
20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :  
[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)  
Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

\* \* \*

## LES CAISSES DE RETRAITE DES INDÉPENDANTS, INVESTISSEURS DANS L'ÉCONOMIE RÉELLE

**Q : Quelles sont les caractéristiques spécifiques des régimes de retraite des indépendants ?**

**R :** Lors de la création de la Sécurité Sociale après la fin de la deuxième guerre mondiale, il avait été envisagé un régime unique de retraite pour l'ensemble des français. Le régime général, créé par les ordonnances des 4 et 19 octobre 1945, avait vocation à regrouper l'ensemble des régimes, mais une première exception concernait les régimes spéciaux (fonctionnaires, agents des collectivités territoriales, Mines, EDF-GDF, ...) maintenus « provisoirement » et pérennisés en 1946.

Pour les non salariés, qui étaient auparavant dépourvus de toute assurance vieillesse obligatoire, le principe de généralisation et d'unité avait été inscrit dans la loi du 22 mai 1946, mais les particularismes professionnels étaient tels que des régimes autonomes furent instaurés par la loi du 17 janvier 1948 pour respectivement les exploitants agricoles, les artisans, les industriels et commerçants, et les professions libérales groupées en 14 sections professionnelles, les avocats conservant un régime spécifique (loi du 12 janvier 1948).

Malgré leurs différences, tous ces régimes étaient fondés sur un principe commun, la répartition, avec pour corollaire le caractère obligatoire des cotisations. Dans ce système, les retraites payées chaque année sont financées par les cotisations perçues au cours de la même année, à l'inverse de la capitalisation où les retraites sont financées par les cotisations et les revenus financiers accumulés par les cotisants au cours de leur vie active.

Par la suite, ont été créés progressivement des régimes complémentaires : AGIRC (1947) pour les cadres et ARRCO (de 1962 à 1972) pour les salariés non cadres, dès 1948 pour certaines professions libérales, mais plus récemment (2004) pour les commerçants et industriels.

Les Pouvoirs Publics ont toujours eu pour objectif de rapprocher les régimes de base des non salariés du régime général des salariés.

C'est ainsi que les régimes des artisans, commerçants et industriels ont été « alignés » sur le régime général en 1973.

Mais il a fallu attendre la loi « FILLON » du 22 août 2003 portant réforme des retraites, pour que les conditions de départ à la retraite soient véritablement harmonisées entre le régime général, les régimes spéciaux et les régimes des non salariés.

Cette loi a également créé des régimes complémentaires obligatoires pour les professions qui n'en avaient pas encore (commerçants et industriels).

Enfin, les régimes des artisans, commerçants et industriels, ont été regroupés en 2006 au sein d'un régime unique : le Régime Social des Indépendants (RSI).

### L'organisation actuelle

Les organismes de retraite des indépendants (voir encadré) sont administrés par des professionnels élus pour 6 ans par leurs pairs, contrairement aux organismes de régime général qui

sont composés à parité de représentants des organisations patronales et syndicales. Bien que gérant un service public, ils ont un statut de droit privé :

- la retraite des exploitants agricoles est gérée, comme leur assurance maladie, par la Mutualité Sociale Agricole (MSA) qui gère également la protection sociale des salariés agricoles. De statut mutualiste, elle comprend une caisse centrale et des caisses locales,
- la retraite des artisans, commerçants et industriels est gérée par le Régime Social des Indépendants (qui gère également l'assurance-maladie) et qui comprend une caisse nationale et 29 caisses régionales.

Les caisses nationales déterminent la politique générale, ventilent les ressources et coordonnent l'action des caisses de base, qui sont chargées des rapports avec les affiliés, du recouvrement des cotisations et du paiement des prestations.

- la retraite des professions libérales est gérée par l'Organisation Autonome des Professions Libérales qui comprend une caisse nationale, la CNAVPL et 10 caisses professionnelles.

La caisse nationale coordonne la gestion du régime de base, mais les sections professionnelles gèrent les régimes complémentaires de façon autonome.

Par ailleurs, la retraite des avocats est gérée par une caisse séparée, la Caisse Nationale des Barreaux Français (CNBF).

Enfin, la retraite des religieux est gérée par la CAVIMAC, Caisse d'Assurance Vieillesse, Invalidité et Maladie des Cultes.

Pour l'ensemble de ces caisses, la liberté de gestion est toute relative puisque les caractéristiques des régimes sont fixées par les pouvoirs publics (lois et décrets), qui exercent par ailleurs un pouvoir de tutelle (approbation des budgets, contrôle des décisions, contrôle de la gestion).

### Les caisses de retraite des indépendants



**MSA** (Mutualité Sociale Agricole) – [www.msa.fr](http://www.msa.fr)

**RSI** (Régime Social des Indépendants) – [www.rsi.fr](http://www.rsi.fr)

**CNAVPL** (Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse des Professions Libérales) – [www.cnavpl.fr](http://www.cnavpl.fr)

**CRN** (Caisse de Retraite des Notaires) – [www.crn.fr](http://www.crn.fr)

**CAVOM** (Caisse d'Assurance Vieillesse des Officiers Ministériels, Officiers Publics et des Compagnies Judiciaires) – [www.cavom.fr](http://www.cavom.fr)

**CARMF** (Caisse Autonome de Retraite des Médecins de France) – [www.carmf.fr](http://www.carmf.fr)

**CARCDSF** (Caisse Autonome de Retraite des Chirurgiens-Dentistes et des Sages Femmes) – [www.carcdsf.fr](http://www.carcdsf.fr)

**CAVP** (Caisse d'Assurance Vieillesse des Pharmaciens) – [www.cavp.fr](http://www.cavp.fr)

**CARPIMKO** (Caisse Autonome de Retraite et de Prévoyance des Infirmiers, Masseurs-Kinésithérapeutes, Pédicures-Podologues, Orthophonistes et Orthoptistes) – [www.carpimko.com](http://www.carpimko.com)

**CARPV** (Caisse Autonome de Retraite et de Prévoyance des Vétérinaires) [www.carpv.fr](http://www.carpv.fr)

**CAVAMAC** (Caisse d'Allocation Vieillesse des Agents Généraux et des Mandataires non salariés de l'Assurance et de la Capitalisation) – [www.cavamac.fr](http://www.cavamac.fr)

**CAVEC** (Caisse d'Assurance Vieillesse des Experts-Comptables et des Commissaires aux Comptes [www.cavec.fr](http://www.cavec.fr)

**CIPAV** (Caisse Interprofessionnelle de Prévoyance et d'Assurance Vieillesse) – [www.cipav-retraite.fr](http://www.cipav-retraite.fr)

**CNBF** (Caisse Nationale des Barreaux Français) – [www.cnbf.fr](http://www.cnbf.fr)

**CAVIMAC** (Caisse d'Assurance Vieillesse, Invalidité et Maladie des Cultes – [www.cavimac.fr](http://www.cavimac.fr)

### Q : Comment la gestion de ces réserves est-elle organisée ?

**R :** La gestion des réserves des Caisses de retraite des indépendants est encadrée par une réglementation spécifique.

La réglementation actuelle des placements des organisations autonomes d'assurance vieillesse (Régime Social des Indépendants, Caisses des professions libérales) ainsi que des autres caisses auxquelles cette réglementation est applicable (Caisses de Retraite du Personnel Navigant, Caisse de Retraite et de Prévoyance des Clercs et Employés de Notaire) résulte principalement du décret n° 2002 - 1314 du 25 Octobre 2002.

Cette réglementation définit tout d'abord les actifs éligibles, qui sont en général ceux autorisés aux autres investisseurs institutionnels (Compagnie d'assurance, mutuelles, instituts de prévoyance) en référence au code monétaire et financier, avec des mises à jour régulières (notamment en 2013).

Toutefois, certains actifs, comme les OPCV, ne sont toujours pas autorisés.

La réglementation prévoit ensuite un certain nombre de ratios, spécifiques aux caisses des professions indépendantes :

- 34 % minimum d'obligations libellées en euros ; ou de fonds comprenant ces obligations (mais pas de contraintes de rating)
- 20 % maximum d'immobilier physique ou de fonds immobiliers.

Un même actif ne peut représenter plus de 5 % de l'ensemble des actifs de la Caisse. De même un ratio d'emprise de 10 % maximum est exigé (sauf pour les fonds obligataires ou d'actions cotées qui peuvent être des fonds dédiés).

Les Caisses indépendantes, bien que gérées en répartition, disposent de réserves relativement importantes (23 milliards d'euros pour les Caisses de professions libérales fin 2014, 16 milliards d'euros pour le RSI).

L'utilisation de ces réserves viendra compléter les ressources procurées par les cotisations pour honorer les engagements de retraite à court, moyen et long terme. C'est le principe de la « répartition provisionnée ». La gestion actif-passif conduit à définir une allocation stratégique d'actifs sur le long terme. La durée du passif étant en général assez longue, l'allocation d'actif va chercher à maximiser le rendement sous contrainte de risque.

D'une manière générale les allocations d'actifs comportent donc, une proportion relativement importante d'actions.

Par exemple, pour la CARMF, l'allocation à fin 2014 se décompose comme suit :

- Obligations 34,5 %
- Actions 47,4 %
- Immobilier 18,1 %

Les caisses libérales sont sans doute les investisseurs institutionnels qui contribuent le plus largement en proportion de leurs actifs, au financement de l'économie : action d'entreprises cotées, mais également obligations investment grade ou high yield. Depuis 2013, elles ont également développé les investissements dans des fonds communs de titrisation. Toutefois, la réglementation ne leur permet pas encore l'accès aux fonds de prêts à l'économie.

**Q : Vous évoquiez vos cadres de placements, se sont-ils adaptés à l'évolution des marchés et des produits ?**

**R :** La réglementation actuelle est régie par un décret du 25 octobre 2002.

Or depuis cette date, de nombreux changements sont intervenus, tant au plan de la législation et de la réglementation des marchés financiers, que des nouveaux instruments apparus sur ces marchés et des outils de contrôle du risque.

En ce qui concerne la législation, le Code Monétaire et Financier a été largement modifié depuis 2002, et tout récemment avec le décret du 25 juillet 2013 consécutif à la transposition de la directive AIFM. Par ailleurs, l'IGAS a procédé récemment à un contrôle des placements des régimes complémentaires et émis dans ce cadre, des recommandations en matière de réglementation financière, tendant pour certaines à rapprocher la réglementation de celle applicable aux assurances, mutuelles et institutions de prévoyance. A noter toutefois que cette réglementation ne s'applique pas aux fonds propres de ces différentes institutions. Ceux-ci peuvent être gérés sans contrainte réglementaire particulière.

Par ailleurs, les caisses de retraite sont dans une situation tout à fait différente de celle des assureurs. En effet, alors que pour ceux-ci, les engagements doivent être intégralement couverts par les actifs, les caisses de retraite fonctionnent principalement en répartition, et les réserves ne couvrent qu'une partie des engagements (principe de la « répartition provisionnée »). En outre,



l'horizon de placement beaucoup plus long donne une importance particulière à l'allocation stratégique d'actifs et il est important d'inscrire cette méthodologie dans les textes. Le Conseil d'administration devrait avoir l'obligation de définir cette allocation stratégique au moins tous les 5 ans et autant que de besoin.

En ce qui concerne les instruments financiers pouvant être utilisés par les caisses, il convient de rechercher la simplification et l'harmonisation avec ceux autorisés aux autres investisseurs institutionnels (assurances, mutuelles, institutions de prévoyance), avec des références aux nouvelles dispositions du code monétaire et financier consécutives à la transposition de la directive européenne AIFM. Il convient dans ce cadre de permettre l'utilisation des instruments financiers modernes définis par les autorités de marché.

En ce qui concerne les ratios prudentiels, le décret devrait fixer les quotas principaux, en harmonie avec la réglementation applicable aux autres investisseurs institutionnels. La définition plus précise des contraintes de risques devrait être renvoyée au règlement financier de chaque institution de même que les modalités de gouvernance, de déontologie, de contrôle interne et de reporting interne et externe. Dès lors, l'ensemble des politiques mises en œuvre par l'institution serait codifié au sein du règlement financier de même, par exemple, que les modalités de sélection de partenaires financiers externes.

Henri CHAFFIOTTE

Directeur de la Caisse Autonome de Retraite des Médecins de France

Interview réalisée par Jean-Pierre Maureau AXOS / Pdt du CILT

\* \* \*

# LES RÉGIMES SPÉCIAUX DE RETRAITES

## Les acquis de l'histoire à l'épreuve des contraintes d'aujourd'hui

Les prestations légales servies par la branche vieillesse en 2013 représentent 294 milliards euros de dépenses. A l'intérieur, de ce chiffre, la retraite des agents publics et des autres régimes spéciaux correspond à un peu moins du tiers. Dans l'enveloppe régimes spéciaux de retraites, on peut distinguer les retraites des agents publics (Etat, Militaires, Collectivités locales et Hospitaliers, Ouvriers de l'Etat, Contractuels et le Régime additionnel) de celles des autres régimes spéciaux (SNCF, RATP, IEG, Mines, Marins, etc...).

Issus d'acquis historiques et bénéficiant à des minorités de salariés ou de fonctionnaires de l'Etat mais aussi à des entreprises privées, ces régimes sont devenus « spéciaux » dès lors que des régimes d'assurances sociales généralisés ont vu le jour à partir de 1910 mais ils ont bien failli disparaître en 1945.

Ce sont des régimes pionniers qui bénéficient encore de particularismes comme d'autres régimes notamment complémentaires en France. Notre pays, selon l'OCDE, se situe avec la Grèce et le Japon dans le trio de tête des pays où les systèmes sont les plus fragmentés, le nombre de régimes différents y est extrêmement élevé (37 institutions de retraites complémentaires...).

L'histoire de ces régimes « spéciaux » marque l'histoire des retraites en France et leur existence participe à l'architecture qui sera mise en place au XXI<sup>e</sup> siècle. Le début du XXI<sup>e</sup> siècle est caractérisé par une volonté très marquée des pouvoirs publics d'alignement de ces régimes sur ceux de droits communs.

De fortes résistances essentiellement corporatistes limitent des évolutions plus rapides même s'il faut aussi largement tenir compte des contraintes économiques et démographiques que subissent ces régimes. Néanmoins, le mouvement de convergence est engagé.

Le régime spécial plus important en dehors de ceux des Agents publics est le régime de retraite du personnel de la SNCF et il résume, à lui seul, la problématique de certains de ces régimes.

### **A. Des régimes pionniers**

Les premiers systèmes de protection sociale sont organisés par les communautés religieuses et les corporations. Ils sont des éléments forts de solidarité dans des pays en construction. On trouve encore aujourd'hui ce type d'intervention dans des pays où la notion d'intérêt général peine à se mettre en place ; là ce sont les ethnies et les religieux qui servent de point d'encrage aux évolutions heurtées des pays en voie de développement.

Les premiers régimes nés d'une initiative de l'Etat ou d'entreprises privées datent en France de 1604 pour le régime des Mines. Ceux destinés à nos armées ou à nos marins ont suivis. Il s'agissait de prendre soin des gens les plus exposés aux risques d'invalidité voire d'une vieillesse bien incertaine. La Révolution affirme le principe d'une dette sociale vis-à-vis des vieillards avec l'idée d'une assistance obligatoire.

Dans la mouvance du christianisme social, des initiatives privées ont favorisé l'émergence d'une vingtaine de Caisses (Compagnies ferroviaires, Mines, Tabac etc...). L'objectif était de fidéliser une main d'œuvre rare et de s'attacher des spécialistes et des ouvriers pour les travaux pénibles.

A cette époque, l'avantage retraite a un effet positif sur la durée des contrats, il fidélise et renforce le lien de subordination.

Toutefois si l'on met en parallèle l'espérance de vie moyenne qui, en 1750, ne dépassait pas 25 ans, puis 37 ans en 1810 (vaccination contre la variole) pour atteindre 45 ans en 1900, il convient de relativiser les charges de ces régimes.

En 1945, au moment où l'assemblée consultative délibère de l'organisation de la future Sécurité Sociale, un député Radical -soucieux de soustraire à l'intégration les professions agricoles et forestières pour les maintenir dans un statut moins favorable que celui envisagé- a voulu contrebalancer son amendement en y adjoignant un autre visant des activités bénéficiant d'un régime plus avantageux à énumérer dans un règlement ultérieur.

C'est ainsi que le décret du 8 juin 1946 prévoit que certains régimes restent soumis à une organisation spéciale de Sécurité Sociale, ce sont essentiellement les régimes spéciaux. Cela n'empêchera pas toutefois la création de la Caisse des Collectivités Locales (CNRACL) qui réunira en une seule caisse les 3 500 caisses préexistantes.

## **B. Les tentatives et les réformes de la seconde moitié du XXe siècle**

A l'été 1953, on assiste au plus grand mouvement de grève depuis 1936 et avant 1968. Près de 4 millions de grévistes sont dans la rue au plus fort de la crise pour protester. Le gouvernement projette, en effet, une série de mesures d'harmonisation des Régimes Spéciaux avec celui de la Fonction publique, ainsi que l'alignement des droits de certains agents actifs sur ceux des sédentaires. Le projet de réforme ne sera pas appliqué et à l'automne le gouvernement revalorisera les salaires et les primes des fonctionnaires et agents publics.

Lors des ordonnances de 1965 sur la Réforme de la Sécurité Sociale, Georges Pompidou -alors Premier Ministre- envisage un moment de s'attaquer aux régimes spéciaux.

La deuxième grande tentative sera celle de l'automne 1995 (gouvernement Juppé). Engagé sans concertation, le projet d'alignement de la durée des cotisations des salariés couverts par des régimes spéciaux sur celle du régime général, échoue et le gouvernement recule à la mi-décembre devant notamment le blocage des transports.

Tirant les leçons de ces échecs successifs, le gouvernement Raffarin avec son ministre des Affaires sociales, François Fillon, décident de reprendre une partie du plan Juppé mais en ne l'appliquant qu'aux fonctionnaires (Etat, Collectivités locales) épargnant ainsi les autres régimes spéciaux (SNCF, RATP, etc...) Malgré plusieurs mouvements de grève, le front syndical se fissure et la réforme tendant à aligner les annuités de cotisations des fonctionnaires sur celle du régime général (40 ans au lieu de 37 ans ½ - surcote, décote, la revalorisation des pensions sur les prix)est adoptée.

En contrepartie, le gouvernement crée le régime additionnel de la Fonction publique qui permet de prendre en compte une partie (maximum 20 % du traitement) des heures supplémentaires ou des indemnités.

La voie est désormais ouverte pour un alignement des régimes spéciaux restés à l'écart de la réforme de 2003. Ce sera chose faite en 2007 avec une application progressive à partir de juillet 2008. Les bénéficiaires des régimes spéciaux doivent cotiser 40 annuités et leurs retraites sont indexées sur les prix et non plus sur les salaires. Toutefois des contreparties salariales ont été négociées dans chaque

entreprise pour un coût très élevé, obérant en grande partie, les économies attendues et renvoyant à beaucoup plus tard un éventuel retour à l'équilibre de ces régimes.

### C. Le coût des régimes spéciaux aujourd'hui

#### 1. Leur coût pour le budget de l'Etat

En dehors des régimes des fonctionnaires (fonction publique –civils et militaires- collectivités locales et ouvriers des établissements industriels de l'Etat), les principaux régimes sont ceux des industries électriques et gazières (ex : EDF...) de la SNCF, de la RATP, des clercs et employés de Notaires, des marins, des mines, de la Comédie française, du Port autonome de Bordeaux et des deux Assemblées parlementaires.

D'autres régimes subsistent sous la houlette de l'Etat mais ce sont des régimes qui sont souvent fermés (ORTF, régimes ferroviaires d'Outre-Mer, Imprimerie Nationale, SEITA...) et qui vont progressivement disparaître victime de l'évolution économique ou des réformes de structures.

Il est intéressant ici de souligner l'effort que le budget de l'Etat, par des subventions d'équilibre, consent à certains régimes spéciaux. Les rapports budgétaires de l'Etat et des Assemblées parlementaires détaillent bien ces missions.

L'une concerne les régimes sociaux et de retraite ; elle s'articule autour de 3 programmes :

- Programme 198 : celui des transports terrestres
- Programme 199 : celui des Marins
- Programme 195 : Mines, SEITA et divers régimes en rapide déclin démographique.

En 2014, sur environ 6,5 milliards de subventions, les transports terrestres en absorbent un peu plus de 4 milliards (3,3 pour la SNCF, 0,634 pour la RATP et 0,155 pour des régimes d'Afrique du Nord ou d'Outre-Mer) ; les Marins bénéficient de 825 millions d'euros et les Mines de 1,348 milliards.

Pour l'ensemble des régimes spéciaux, les subventions d'équilibre versées par le budget de l'Etat représentent environ 60 % des ressources des Caisses autonomes de la RATP ou de la SNCF ; 80 % des régimes des Marins et des Mines.

Si certains de ces régimes participent positivement à des transferts de compensation généralisés vieillesse par régime (SNCF : 5 Millions d'euros en 2014 – RATP : 27 millions), il n'en demeure pas moins que ces régimes se caractérisent par des règles plus avantageuses que celles du régime général ou de la Fonction publique en matière d'âge de départ à la retraite et de liquidation.

Ainsi à la SNCF ou à la RATP, l'âge légal d'ouverture du droit à pension du personnel roulant sera porté progressivement de 50 à 52 ans en 2024.

A la SNCF, pour les sédentaires, l'âge légal d'ouverture des droits sera porté à 57 ans en 2024. En revanche à la RATP, il atteindra 62 ans pour les cadres mais 57 ans pour les agents de maîtrise. S'agissant des régimes de fonctionnaires, deux sont gérés comme de vrais régimes de retraites par la Caisse des dépôts, il s'agit de celui des Collectivités locales et de celui des ouvriers des Etablissements publics Industriels, même si ce dernier est largement subventionné.

Celui de l'état n'est pas géré, il est alimenté dans le cadre du Compte d'Affectation Spéciale (CAS) « pensions ».

Le programme 741 du budget de l'Etat est principalement consacré au régime de retraites des fonctionnaires civils et militaires. Il représente près de 53 milliards de crédits. 70 % de ces dépenses de pensions annuelles des fonctionnaires sont ainsi à la charge de l'Etat employeur.

Toutefois, il convient de souligner que si les cotisations salariales des fonctionnaires sont désormais quasiment alignées sur celles des régimes privés, on ne peut parler d'une cotisation employeur de l'Etat.

En réalité, depuis l'origine l'Etat s'est comporté comme un employeur imprévoyant et impécunieux. Il est peu soucieux à montrer l'exemple car il n'a jamais payé de cotisation employeur.

Le versement annuel de l'Etat s'analyse comme une mise à la charge de la Dette publique et de sa part employeur et de la subvention d'équilibre.

Que ce serait-il passé si l'Etat avait réellement versé ses cotisations depuis l'origine et s'il les avait fait gérer par la Caisse des Dépôts et Consignations ?

## *2. Un régime en grand déséquilibre démographie : la SNCF*

Pour approfondir un peu plus cette brève évocation des Régimes Spéciaux, il peut être intéressant à titre d'exemple d'essayer d'avoir un regard plus aigu sur l'un des principaux régimes : celui de la SNCF (C.P.R.P.S.N.C.F.).

Issu des multiples sociétés de transports de marchandises et de voyageurs (depuis 1827, 1837 et surtout 184), cette activité nécessite d'énormes investissements dont la rentabilité n'est qu'assurée qu'à très long terme. C'est, souvent sous la forme d'un régime de concession publique que se mettent en place ces compagnies. La première caisse de retraite est créée en 1845 par la Compagnie d'Orléans. Puis divers régimes se développent pour, en particulier, rendre captifs des compagnies leurs agents qualifiés (perte du droit à retraite en cas de départ anticipé).

L'unification se fera après de longs affrontements. On laisse, comme souvent, au Parlement le soin de régler in fine ces problèmes avec des navettes parlementaires qui peuvent durer et permettre de faire patienter les différents acteurs. Le Sénat était à l'époque très attentif aux arguments des Compagnies et freinait l'examen des textes. Ce sont les lois de 1909 et également de 1911 qui portent le régime spécial de Sécurité sociale de la SNCF.

Depuis, d'importantes adaptations sont intervenues au fil de l'évolution économique du pays. La Caisse de la SNCF subit, comme toutes les entreprises, les rigueurs de la concurrence mais son régime particulier est défendu comme un élément fort de l'identité corporative des cheminots. Les gouvernements reculent souvent lorsqu'il s'agit de le remettre en cause ou de le faire évoluer compte tenu des risques de blocage du pays. Chaque réforme a été, en partie, compensée par un avantage nouveau.

La baisse des effectifs, mais aussi le recours à des contractuels ou des sous-traitants ont profondément déséquilibré les données démographiques d'un régime dont on ne sait, si un jour, il pourra retrouver un équilibre.

Au 31 décembre 2014, ce régime compte 152 678 cotisants et 270 443 pensionnés ; il a versé 5,3 milliards d'euros de pensions au titre du régime spécial.

La part du salaire des employés de la SNCF retenue pour le calcul de leur pension est de 86,6 % et le taux de remplacement moyen est de 67,6 % net. La pension moyenne brute annuelle s'élève à 24 470 €.

Pour tenir compte des droits spécifiques accordés au personnel de la SNCF (dérogatoires par rapport au régime général et aux régimes de retraite complémentaire obligatoires), la SNCF verse une cotisation employeur supplémentaire (T2) de 11,58 % en 2014.

Compte tenu du profond déséquilibre démographique (cotisants sur retraités) et pour partie des avantages supplémentaires consentis (âge de la liquidation très avantageux même pour les non actifs, base de liquidations) la contribution de l'Etat à l'équilibre du régime est de 3,3 milliards en 2014.

Il apparaît, aujourd'hui que la convergence des Régimes de retraites est inéluctable au niveau d'un socle commun de droits et de règles bien identifiés. Ce qui naturellement ne supprimerait pas –au-delà de cette base- les efforts que les entreprises souhaitent consentir au bénéfice de leurs salariés en sachant que la solidarité nationale ne pourrait en aucun cas subvenir à ce qui correspond à un troisième pilier. La Fonction Publique et les entreprises publiques, pourraient elles-mêmes explorer des voies parallèles.

Il n'est pas envisageable que la marche vers une plus grande équité ne soit pas durablement prolongée par les Pouvoirs publics. Toutefois il ne sera rien de lancer des anathèmes qui ne tiendront pas face au réalisme économique et démocratique et qui servent surtout à cacher l'impuissance des Pouvoirs publics. Il conviendrait plutôt de définir les grands équilibres à long terme des régimes de retraite et d'en simplifier et rationaliser l'architecture. Les exemples européens montrent que la mise en place d'entités pérennes repose sur de forts engagements contractuels à longs termes reposants sur une véritable adhésion collective qui malheureusement fait encore défaut dans notre pays.

L'Etat ne devrait-il pas montrer l'exemple en mettant en place pour les nouveaux fonctionnaires recrutés une véritable caisse de la Fonction publique qui s'inspirerait du régime de la CNRACL (collectivités locales). Il jouerait ainsi pleinement son rôle d'employeur en versant des cotisations.

S'il ne faut plus mettre en exergue les privilèges des Régimes spéciaux car un processus certain d'alignement est en cours, il convient de continuer à les faire évoluer au même titre que certaines caisses notamment complémentaires devraient être rapprochées en terme de structure ,de droits et d'avantages acquis.

#### Quelques références :

- ✓ Un ouvrage remarquable : Une histoire des régimes spéciaux (sous la direction de Michel Pigenet) – E-S-F éditeur.
- ✓ Les rapports annuels (Loi de Finances) des Assemblées parlementaires sur les Régimes sociaux et de Retraites.
- ✓ Le rapport annuel de l'Etat annexe au projet de Loi de Finances sur les pensions de retraite de la Fonction publique.
- ✓ Les chiffres clés et le rapport annuel de la Caisse de Retraite du Personnel de la SNCF.

Ernest-François BERTHET  
Directeur Général Honoraire du Sénat

\* \* \*

## ÉQUILIBRE FINANCIER DES RÉGIMES DE RETRAITE

L'équilibre financier des régimes de retraite est un sujet d'interrogation et d'inquiétude partout dans le monde sauf peut-être en Norvège ! Il ne se passe quasiment pas de semaine sans qu'un article à tonalité négative n'évoque ce problème. En France combien de publications sont-elles parues ces dernières années sur le thème de la faillite prévisible des régimes de retraite par répartition ?

Lorsque l'on interroge les jeunes générations sur leur perception de leur retraite, celles-ci sont généralement persuadées de ne pas en obtenir mais n'ont pas non plus de plan pour remédier à cette carence supposée, ne se projetant pas à long terme.

On oppose souvent les systèmes de capitalisation et les régimes de répartition, les premiers étant supposés plus performants que les seconds. Les régimes par répartition pour la totalité de la couverture retraite sont minoritaires et plutôt représentés en Europe continentale à l'exception de l'Europe du Nord.

Les régimes de capitalisation sont fortement représentés en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis, au Japon, en Europe du Nord. Ceux-ci ont cependant leurs inconvénients.

Ils ont évidemment une forte sensibilité à l'évolution des marchés financiers et ont été affectés par la volatilité de ceux-ci depuis 2008 et la forte baisse des taux des dernières années qui affecte leur rendement. Leur niveau de risque est élevé, la plupart des fonds de pension américains ayant des exigences de rendement très élevés (parfois 8 % par an) pour assurer la couverture de leur passif.

Lorsqu'il s'agit de systèmes d'entreprises, ceux-ci sont dépendants de la santé financière de celles-ci. En Allemagne, en Grande Bretagne, aux Etats-Unis, plusieurs fonds de capitalisation d'entreprises ont fermé à la suite de la disparition de celles-ci, leurs allocataires perdant du jour au lendemain leurs droits à pension. Dans les pays d'Europe du Nord, en particulier aux Pays-Bas, les prestations de retraite ont été abaissées sensiblement ces dernières années compte tenu de l'insuffisance de provisionnement des fonds de retraite.

En réalité, les régimes de capitalisation et de répartition font face aux mêmes contraintes : il est très facile de gérer un système ne comportant que des cotisants et très peu d'allocataires à sa création, les ratios de couverture sont évidemment très satisfaisants !

Mais quelques décennies plus tard, tous les systèmes arrivent à maturité et doivent faire face à des engagements très élevés qui ne peuvent être couverts que si le niveau de cotisations et de rendement financier est suffisant pour y faire face.

Le système de répartition pur permet de financer les prestations de retraite par les cotisations des actifs mais la pérennité de ce système suppose un ratio actifs/retraités suffisamment élevé, des cotisations fonction de la masse salariale en progression pour accompagner la maturité du régime (progression continue du nombre de retraités) et si possible une dose d'inflation qui met de l'huile dans les rouages !

En France le système de couverture complémentaire des salariés du privé a fait preuve d'une remarquable résilience depuis sa création. L'Agirc pour les cadres a été créée en 1947 pour couvrir une population dont la couverture retraite était insuffisante. L'Arrco couvrant tous les salariés (tranche A pour les cadres, totalité du salaire pour les autres salariés) a été fondée en 1961. La

gouvernance de ces régimes est devenue rapidement paritaire (représentants employeurs et participants) puis paritaire avec représentation syndicale.

Ce système à sa création était tellement excédentaire que les taux d'appel des cotisations pour l'Agirc par exemple ont pu être abaissés à 25 % pendant certaines périodes (autrement dit 4 points de retraite validés pour un point cotisé). Le taux d'appel a atteint 100 % en 1979, il atteint aujourd'hui 125 %.

Ce système, compte tenu de sa situation très favorable notamment pour l'Agirc du fait de la progression très importante du nombre de cadres dans les années 70/80, n'a pas eu besoin de constituer des réserves importantes. Celles-ci ont principalement été constituées après l'apparition des premières difficultés financières à partir de 1996.

Celles-ci atteignent pour l'Agirc et l'Arrco au 31/12/2014, un montant de 55 milliards d'euros permettant aux deux régimes cumulés, malgré les déficits techniques actuels, d'avoir une visibilité assurée pendant une dizaine d'années, très loin des pronostics de faillite à court terme annoncés par certains médias.

Peu de régimes par répartition peuvent mettre en avant à l'heure actuelle un tel horizon, les régimes ayant de tout temps procédé à des ajustements paramétriques pour ajuster aux mieux les ressources et emplois : taux d'appel des cotisations, prix d'acquisition du point, valeur de service du point, règles de service des réversions, majorations familiales...

Ces ajustements ont évidemment réduit les taux de rendement des régimes.

Par ailleurs les frais de gestion des institutions ont été considérablement réduits (de 4.5 % des cotisations à moins de 2 % actuellement).

Avec le recul, on peut simplement regretter que les régimes, dans les périodes de forte croissance économiques, aient fait preuve de trop de générosité en matière d'attribution de points non cotisés (notamment les mesures très coûteuses de revalorisation de services passés en 1983 qui ont consisté à doubler les points de certains ayants droits pour l'Agirc).

Par ailleurs des réserves plus importantes auraient pu être constituées dans les années excédentaires pour évoluer vers un système de répartition dit « provisionné » et conforter l'équilibre du système sur une longue période.

Les ajustements de paramètres nécessaires à l'équilibrage des régimes sont malheureusement quasiment toujours réalisés au détriment des générations les plus jeunes, les avantages acquis à moindre coût par les retraités les plus âgés n'étant jamais remis en cause. Le régime de répartition présenté comme un système de solidarité intergénérationnel ne remplit pas totalement sa fonction ! Cette gestion ne contribue pas à améliorer la crédibilité du système auprès des jeunes salariés.

Ces régimes sont maintenant déficitaires depuis plusieurs années du fait de la forte progression du chômage et de la faible évolution des salaires des nouveaux cotisants. Ceux-ci remplacent des salariés partis en retraite dont les rémunérations en fin de carrière étaient beaucoup plus élevées !

De nouvelles négociations sont actuellement en cours entre les partenaires sociaux pour proposer de nouvelles mesures d'économies pour faire face aux déficits techniques actuels : les solutions envisagées portent sur l'application d'une décote temporaire pour les salariés cessant leur activité avant 65 ans et la révision des règles de versement des réversions.

Le problème de la démographie est souvent présenté comme le principal déterminant de l'équilibre des systèmes de répartition. En réalité il s'agit du nombre de cotisants, fonction du niveau de chômage et du niveau des rémunérations. Ainsi l'Allemagne a un système de retraite excédentaire grâce à son



faible taux de chômage. Son taux de natalité faible est compensé par le recours à la main d'œuvre extérieure.

L'équilibre des régimes ne serait en tout état de cause pas assuré avec une démographie très favorable mais avec un taux d'emploi faible.

Au-delà du régime complémentaire du secteur privé, le système de retraite français est caractérisé par sa complexité, additionnant un système pour les fonctionnaires, un système à plusieurs étages pour les salariés du privé, pour les commerçants et artisans, les professions libérales et de multiples régimes spéciaux.

Aucune simplification de cette organisation n'a été réalisée depuis des décennies, celle-ci entraînant de fortes inégalités en terme de prestations de retraite, le rendement de la retraite pour un fonctionnaire est quasiment le double de celui assuré à un cadre du secteur privé !

En Europe, seule la Suède a entrepris une refonte totale de son système de retraite qui s'applique depuis 1996 à toutes les catégories de cotisants. Chaque cotisant au système, abondé par lui-même et son employeur, dispose d'un capital dit « notionnel » converti en rente au moment de la retraite. Celle-ci sera fonction à la liquidation de celle-ci de l'âge de départ du bénéficiaire et ensuite variera en fonction de l'espérance de vie de la classe d'âge considérée et des produits financiers affectés au capital.

Ce fonctionnement assure la pérennité du système mais implique évidemment une révision à la baisse de la rente en cas d'augmentation de l'espérance de vie ou de rendement financier médiocre. Cette révision à la baisse a déjà été pratiquée à deux reprises. Ce système suppose évidemment une forte acceptation du corps social. Celle-ci ne semble pas poser de problème en Suède, les salariés ne semblant pas choqués par cette variabilité de la retraite, notant que les revenus peuvent également varier au cours de la période d'activité.

L'un des seuls pays au monde où le problème de la retraite ne se pose pas pour les cinq générations suivantes est la Norvège qui en plus d'un système de retraite de base a mis en place un fonds de pension national actuellement doté de 850 milliards d'euros, abondé chaque année par une fiscalité très élevée sur les carburants.

Quel que soit le système proposé, capitalisation ou répartition, on voit ainsi qu'il n'existe pas de système idéal. Chacun d'entre eux a ses inconvénients spécifiques.

La conclusion de beaucoup d'observateurs est de proposer une épargne retraite personnelle supplémentaire. Cette proposition est louable mais difficile à mettre en œuvre compte tenu de l'importance des sommes à mettre en œuvre pour disposer, notamment pour les cadres, d'un complément significatif de retraite. Compte tenu du taux d'épargne déjà très important en France, il ne paraît pas raisonnable d'escompter un effort supplémentaire d'épargne pour la retraite. Il ne s'agirait que de substitution par rapport à d'autres supports d'épargne comme l'assurance vie à condition de disposer de produits retraite vraiment attractifs !

Francis WEBER

Directeur Financier REUNICA (Groupe AG2R La Mondiale)

\* \* \*

## VERS UNE SORTIE DE CRISE ?

Cette question en appelle aussitôt une autre : « **De quelle crise s'agit-il ?** »

Il me semble qu'il y a, aujourd'hui, trois manières de définir la notion de « crise » qui sous-tend le sujet que vous m'avez demandé de traiter.

- Il y a, d'abord, la **crise financière**, celle qui a éclaté avec une violence inouïe en 2007-2008 et dont nous subissons encore les effets ;
- Il y a, plus fondamentalement, la **crise de l'endettement public** qui s'est développée dans les années 70 et a atteint, combinée à la politique monétaire actuelle, des proportions dévastatrices ;
- Il y a, enfin, la **crise « séculaire »** dénoncée par certains économistes et qui se traduirait, sur la longue période, par un ralentissement de la croissance potentielle des pays industrialisés.

Je précise que je limiterai mon propos aux aspects économiques et financiers du concept de crise et que je ne traiterai pas les aspects politiques ou sociologiques des grands mouvements qui affectent le monde aujourd'hui.

### **I. La crise financière de 2007-2008**

Ce fut une crise classique provoquée par l'excès d'endettement.

Les banques ont été, depuis, obligées, pour éviter le renouvellement de telles déviations, de se recapitaliser lourdement.

#### *1. La crise de 2007-2008 a été, avant tout, provoquée par l'emballlement de l'endettement*

- La dette globale mondiale a augmenté de 25% (en termes réels) entre 2000 et 2010 ;
- La dette publique a, elle, presque doublé pendant cette période (passant de 57% du PIB à 100%) ;
- Les prêts accordés par les banques – notamment dans l'immobilier – ont littéralement explosé ; leurs actifs sont passés de 50 trillions US\$ à 130.
- Ainsi, la dette totale du Royaume-Uni est passée de 200% à près de 500% du PIB.
- D'une manière plus générale, le secteur financier s'est développé beaucoup plus vite que l'économie réelle (8% à 10% par an contre 5% pour le PIB). Toutes les incitations (y compris les bonus indexés sur les performances en volumes) allaient dans le même sens.
- Comme les taux d'intérêt – résultat d'une politique monétaire laxiste – étaient très bas (voire parfois négatifs en termes réels), la tentation des investisseurs et des banques a été de financer des actifs risqués pour augmenter leurs rendements.

La crise des « *subprimes* » aux Etats-Unis mit le feu aux poudres.

Afin d'étendre encore davantage le champ d'action de leurs prêts immobiliers en recherchant des clients de moins en moins sûrs (« *sub-prime* »), les banques américaines ont sciemment accordé des crédits hypothécaires à des ménages impécunieux. Les banques en question tablaient sur la montée – indéfinie, faisaient-ils semblant de croire – des prix des logements pour justifier ces nouveaux prêts. L'idée était que si la maison continue à prendre de la valeur, elle pourra toujours être vendue et la plus-value dégagée permettra d'apurer la situation financière de l'emprunteur.

Le problème était que les prix de l'immobilier avaient atteint des niveaux si élevés en 2006, qu'ils ont commencé naturellement à baisser, puis à s'effondrer. En 2007-2008, on comprend que les banques américaines, face à des emprunteurs de plus en plus incapables d'honorer leurs prêts, aient alors décidé de vendre les logements qu'elles avaient en gage. A leur tour, ces ventes ont évidemment précipité les prix à la baisse sur un marché déclinant.

Si la crise s'était arrêtée là, les choses auraient pu être contenues et le marché immobilier, après une « purge » de deux ou trois ans, aurait repris. Mais, en fait, cette affaire des « *subprimes* » a été à l'origine au déclenchement d'une crise beaucoup plus grave et étendue.

En effet, la politique d'argent facile instituée par la Fed et les autres banques centrales qui la suivaient, avait favorisé toute une série d'innovations qui avaient considérablement enflé et fragilisé le système financier. Je vais en citer deux, afin de ne pas entrer dans trop d'explications techniques.

- ✓ **La première de ces innovations était, dans les pays anglo-saxons, le passage de la banque traditionnelle (celle qui accorde des prêts à ses clients et les conserve sur son bilan jusqu'au remboursement) à l'« originate to distribute banking ».**

C'est-à-dire le passage à la banque qui, après avoir accordé des prêts, s'empresse de les vendre à des investisseurs sous forme de titres (ce sont des crédits « packagés » en obligations), afin de se dégager du risque attaché à ces crédits.

Le problème était que lorsque ces titres étaient constitués de crédits *subprimes* de qualité inférieure, et dont la valeur s'effondrait (malgré leur excellente – mais fallacieuse – notation), c'est en fait l'ensemble des titrisations qui, par un phénomène de contagion, ont chuté, entraînant dans leur sillage les investisseurs, mais aussi les banques qui avaient monté, hors bilan, des « véhicules » spéciaux destinés à détenir ces instruments devenus toxiques.

Alors que le scandale des « *subprimes* » était un phénomène purement américain, la diffusion des instruments titrisés, elle, a été mondiale.

Il en est résulté d'insurmontables difficultés pour les institutions qui étaient particulièrement chargées d'avoirs toxiques, qu'elles soient situées aux Etats-Unis (Bear Stearns, Lehman Brothers, ...) ou en Europe (Royal Bank of Scotland, ABN Amro, TSB-Lloyds, UBS, Crédit Suisse, ...).

- ✓ **Un second élément d'innovation a été le développement des instruments financiers complexes, à base de dérivés.**

Les dérivés sont des contrats, nés au XVII<sup>ème</sup> siècle, qui transfèrent sur une des parties un risque pouvant survenir dans une situation future (risque d'insolvabilité d'une contrepartie, risque de change, risque de taux, ...). On conçoit que les banques et les institutions qui avaient pris des positions excessives (en fournissant trop de garanties) aient été entraînées dans le désastre lorsque les risques couverts se sont matérialisés. Mais le montant total des dérivés a explosé au cours des années précédant la crise (depuis les dérivés sur indices au début des années 80).

*Nota : Au 31 décembre 2007, la BRI estimait les marchés de dérivés à un montant de 680 000 Milliards de US\$ : 10 fois le PIB mondial et 7,5 fois le total des actions et obligations du monde.*

L'avantage, pour les banques achetant des protections contre le risque de défaut des emprunteurs, était qu'elles échappaient, à due concurrence, aux obligations de fonds propres. Mais le risque était toujours là, même s'il avait formellement quitté le secteur bancaire « protégé ».

## 2. Cette crise d'endettement a conduit à une crise économique majeure

Il faut comprendre pourquoi et comment la crise financière s'est transmise à l'économie réelle.

Les banques – chargées désormais de prêts douteux ou en défaut – et devant faire face à des obligations accrues de provisionnements, ont dû réduire leurs nouveaux crédits. Cela a été le cas des pays dont le marché immobilier s'était emballé, comme l'Espagne ou l'Irlande. Avec la baisse des prix des logements – suite à leur flambée au cours des années précédentes –, les emprunteurs ont vu la valeur de leur patrimoine diminuer par rapport à celle de leur dette. De plus en plus frappés par la récession entraînée par la crise de la construction, ils ont éprouvé des difficultés à honorer leurs obligations. Quant à l'économie réelle, qui avait été dopée par le boom artificiel de la construction, elle a brutalement ralenti avec le retournement des marchés. D'où une augmentation spectaculaire du chômage.

La récession qui a résulté de cette crise financière a été brutale et profonde : alors que le PIB des économies avancées croissait en moyenne de 3% par an avant la crise, c'est un **recul** de 3.6% que l'on observe en 2009. Quant au commerce international, après avoir cru à un rythme de 7% avant la crise, il a subi une chute de 10.5% en 2009.

Et l'on ne sait que trop comment le chômage a bondi, passant de 8% à 12% de la population active en Europe par exemple, de 2008 à 2011, avec des écarts extrêmes dans les pays du Sud (26% en Espagne en 2013).

### 3. Les autorités publiques ont réagi à ces événements

D'abord, en relançant la dépense publique afin de limiter les effets de la récession. Mais cette politique a ses inconvénients et ses limites, comme nous le verrons plus tard.

Ensuite, en exigeant des banques une augmentation massive de leurs fonds propres. En effet, pour parer à des difficultés semblables à celles de la dernière crise, on a estimé que les banques seraient mieux armées si leurs fonds propres (ceux qui peuvent être mis à contribution pour éponger les pertes) étaient fortement relevés.

Ainsi, depuis 2009, les fonds propres du système bancaire ont doublé. Il avait fallu un siècle, auparavant, pour enregistrer une telle augmentation.

De ce point de vue, je crois que l'on peut dire que le système bancaire mondial est aujourd'hui plus résistant et mieux à même de surmonter les crises qui ne manqueront pas de se reproduire dans l'avenir.

De plus, la réglementation a été aussi renforcée sur le front de la liquidité : les banques doivent désormais conserver un matelas d'actifs liquides suffisant pour leur permettre d'éviter l'asphyxie qui a caractérisé la crise de 2007-2008. Parallèlement, les banques sont tenues de respecter un équilibre plus conservateur entre la durée de leurs ressources et celles de prêts consentis. Cela devrait éviter les excès passés de la « transformation » par laquelle les banques utilisent des ressources à très court terme (notamment les dépôts) pour financer des crédits à moyen ou long terme. Enfin, les banques sont tenues de conserver d'autant plus de fonds propres que les risques encourus sont élevés.

Un dernier volet de cet effort réglementaire concerne la création d'un système de résolution des banques.

L'idée est d'abord d'obliger les banques à se préparer à la survenance d'une crise grave. Il s'agit, pour chaque établissement important, de mettre en place les différents éléments d'une sorte de « Plan B », en distinguant les parties du bilan à conserver et celles à céder.

Mais, pour accompagner ces mesures préventives, il faut aussi organiser, à l'avance, ce qui pourrait être une liquidation ordonnée (c'est-à-dire sans effets systémiques) d'un grand établissement bancaire. C'est ce que la communauté internationale est en train de négocier. L'idée est que,

désormais, ce sont les actionnaires des banques, ainsi que ceux qui détiennent des obligations émises par ces institutions, qui assureront le financement des pertes, et non plus les contribuables, comme cela avait été le cas trop souvent, notamment dans les pays anglo-saxons. De plus, un minimum de 100 000 Euros de dépôts sera garanti.

En somme, pour répondre à la question posée, on peut dire que, depuis la crise, le système bancaire s'est considérablement renforcé.

Mais cela ne veut pas dire pour autant que tous les facteurs de crise sont éliminés. Loin de là. L'instabilité des marchés – dont la volatilité est accrue dans le contexte laxiste actuel de la politique monétaire -, la crise chinoise, la multiplication des failles de gouvernance (manipulations du marché monétaire, du marché des changes, irrégularités bancaires diverses, ...) sont là pour nous le rappeler.

J'en viens maintenant à un deuxième élément d'instabilité : l'explosion de l'endettement public.

## **II. L'explosion de l'endettement public dans un environnement de taux d'intérêt bas**

### *1. L'accumulation des déficits publics*

L'abandon de la discipline des changes, avec la décision américaine en 1971 de faire flotter le dollar, d'une part, ainsi que les deux crises pétrolières (1974-1979), d'autre part, ont favorisé le laxisme budgétaire. Plutôt que de s'ajuster à la réalité de la hausse du prix des hydrocarbures importés, les prix industrialisés ont, en effet, préféré financer en partie, par l'emprunt, le maintien de leur niveau de vie.

La suite, quasi-ininterrompue jusqu'à aujourd'hui, de déficits budgétaires s'est traduite par un gonflement record de la dette publique des Etats dits « avancés ».

En 1978, la dette publique des Etats de l'OCDE était, en moyenne, de l'ordre de 20% du PIB. En 2013, le chiffre atteint plus de 100%, soit un quintuplement, en termes réels, en 35 ans.

Ainsi, la voie de la facilité budgétaire avait été délibérément choisie, sans que nos démocraties n'aient jamais ouvert un débat public sur les conséquences à long terme pour les générations futures de cette accumulation de dettes.

Mais, si la constitution de cet endettement était relativement aisée, du fait de l'abondance de liquidités dont je dirai un mot plus loin, ses conséquences se sont avérées redoutables.

En effet, à partir d'un certain niveau – de l'ordre de 80% du PIB -, la dette publique conduit inévitablement, à terme, à un ralentissement de la croissance économique, du fait du coût du service de la dette et de l'effet d'éviction qu'elle exerce sur les marchés : le fait que les Etats soient toujours servis les premiers, en raison de leur notation supérieure, peut amener certains investisseurs privés à abandonner, pour des raisons de coûts, le financement de leurs projets. Si de telles conséquences semblent atténuées dans un régime de création massive de liquidités (comme aujourd'hui avec le QE), il n'en est pas de même à terme. Les pays à endettement public très élevé sont particulièrement sensibles à une remontée des taux. Et si l'on veut éviter les inconvénients de cette remontée, les Banques Centrales risquent d'être enlisées dans un QE permanent.

### *2. Le laxisme de la politique monétaire et l'explosion de l'endettement privé*

Depuis les années 80, les Banques Centrales ont eu tendance à ancrer leur politique monétaire sur un objectif d'inflation : pas plus de 2% de hausse annuelle des prix à la consommation.

Tant que ce niveau n'était pas dépassé, les banquiers centraux pouvaient, pensaient-ils, relâcher leur politique et baisser les taux d'intérêts, sans compromettre la stabilité monétaire, tout en favorisant l'expansion de la demande. Il s'en est suivi une croissance record du crédit privé, notamment aux ménages. Ainsi, aux Etats-Unis, les encours du crédit privé sont passés de 112% du PIB en 1976 à 295% en 2008. Or, cette expansion du crédit ne s'est pas traduite, au cours des années 90, par une croissance de l'inflation des prix à la consommation.

Cette stabilité des prix s'explique, d'une part, par les progrès technologiques et, d'autre part, par les conséquences de la mondialisation. Ainsi, l'importation massive de produits de consommation en provenance de pays à très bas coûts de main d'œuvre, comme la Chine, explique en grande partie la faiblesse de l'inflation constatée dans les pays industrialisés.

Mais l'abondance de liquidités créées par les politiques monétaires accommodantes des Banques Centrales a eu des conséquences majeures qui expliquent le déclenchement de la crise financière :

- ✓ Des taux d'intérêt trop bas favorisent l'endettement ;
- ✓ Les investisseurs, en quête de meilleurs rendements, deviennent moins vigilants sur la qualité des risques qu'ils prennent ;
- ✓ Les prix des actifs (immobiliers ou mobiliers) ont tendance à s'emballer.

Alors que les Banques Centrales auraient dû se préoccuper de la montée excessive de l'endettement de la hausse des prix des actifs, elles limitaient, en fait, leur action à veiller à la modération du taux de l'inflation des biens de consommation. Or, cet indicateur, pour les raisons que j'ai indiquées, n'était pas un bon signal d'alarme.

Comme l'expérience de nombreuses crises financières du passé aurait dû le rappeler, les bulles de prix d'actifs et la hausse de l'endettement sont toujours les signes avant-coureurs d'une crise. Malheureusement, ces leçons du passé ne semblent pas avoir été entendues.

La politique monétaire des grandes Banques Centrales du monde est devenue encore plus laxiste depuis la crise. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, je pense que les conditions monétaires actuelles de taux zéro et de création de liquidités abondantes est susceptible d'aboutir à un nouvel excès d'endettement pour le financement de projets de plus en plus risqués.

Mais, à ces risques liés à l'endettement, s'ajoute une préoccupation sans doute plus fondamentale.

### **III. Le risque de ralentissement séculaire des économies avancées**

Un certain nombre d'économistes – bien que non majoritaires – tendent à penser que, pour des raisons démographiques (vieillesse des populations et baisse de la fertilité des pays « avancés »), ainsi que pour des raisons liées à un ralentissement de l'innovation technologique (et donc des gains de productivité), le monde industrialisé va faire face à une longue baisse de sa croissance potentielle. C'est la thèse de « stagnation séculaire ».

Il est de fait que les revenus par tête ont mis un siècle à doubler avec la première révolution industrielle (de 1800 à 1900), alors qu'ils ont encore doublé, mais en trente ans seulement, de 1930 à 1957, puis encore de 1957 à 1988, ce qui constitue une accélération historiquement inouïe dont les causes sont multiples (révolutions technologiques, allongement de la vie humaine, amélioration des conditions de travail, changements de modes de vie, ...)

Mais un facteur explicatif commun est primordial : la diffusion continue d'innovations technologiques qui expliquent les progrès de productivité constatés sur ces périodes. Le problème est de savoir si de nouveaux progrès seront au rendez-vous permettant de continuer la hausse des revenus par tête.

Or, comme le constatent ces économistes, les gains annuels de productivité se sont considérablement ralentis depuis le début des années 70. Les innovations semblent davantage se porter aujourd'hui sur les produits de consommation – smartphones, tablettes – qui ne donnent guère lieu, par rapport aux inventions de la révolution industrielle, à une véritable augmentation de productivité ou à une croissance du niveau de vie.

Si l'on suit cette ligne de raisonnement, on pourrait voir s'instaurer, chez les pays concernés, une croissance potentielle limitée à 0.2% à l'horizon de la fin du siècle, c'est-à-dire un retour à l'évolution de la période séculaire d'avant 1800.

Il est clair que si nous devions nous « installer » dans un tel état de « stagnation séculaire », la demande d'investissement en serait significativement réduite. L'équilibre épargne-investissement devrait donc s'ajuster. Si l'épargne restait « trop » élevée par rapport à la demande d'investissement, cet excès ne pourrait être résorbé que par une baisse des taux d'intérêt réels. Si le point de départ de ce processus est une réduction « normale » de taux nominaux, l'équilibre se restaurera par une baisse des taux nominaux. Mais si, en revanche, comme cela est devenue la situation aujourd'hui, le taux était bloqué à la baisse par l'existence de taux zéro (« *zero lower bound* »), il faudrait alors que la politique monétaire tente de stimuler les anticipations inflationnistes afin de pouvoir réduire le taux réel au niveau d'équilibre.

Je ne dis pas que la théorie de la stagnation séculaire accompagnée de taux durablement bas soit fondée. Je pense cependant que l'addition de certains éléments comme :

- ✓ Le vieillissement de la population, et ses conséquences sur la dépendance,
- ✓ L'endettement de l'Etat et des ménages qui se traduira inévitablement à terme par une hausse de la fiscalité et par une baisse de la consommation,
- ✓ La rigidité du marché du travail,
- ✓ L'insuffisance du système éducatif,
- ✓ Les coûts du réchauffement climatique,

va dans le sens d'un affaiblissement de la croissance et donc d'une certaine baisse des taux d'intérêt.

\* \* \*

En conclusion, je dirais que nous sommes en présence de trois plaques tectoniques qui avancent à des vitesses différentes :

- **La première plaque**, la plus récente et la plus brutale dans ses effets, est celle de la crise financière : on peut dire, d'une façon assez approximative, qu'elle s'est en partie stabilisée avec le renforcement du système bancaire réalisé depuis la crise. Mais, comme nous le voyons chaque jour, les marchés restent très volatiles, dans un contexte monétaire à la fois laxiste et incertain, comme le montrent les hésitations présentes de la Fed.
- **La seconde plaque** tellurique est celle de l'endettement public, favorisé depuis des décennies par une politique laxiste sur les plans budgétaire et monétaire, et celui des changes. Cette plaque-là n'est pas stabilisée. Certes, quelques Etats trop endettés font des efforts de discipline budgétaire. C'est le cas, en Europe, de l'Espagne, du Portugal, de l'Irlande, et même

de la Grèce. Mais d'autres, comme la France, avec un endettement public qui frise les 100% du PIB et un poids de la dépense publique qui bat tous les records avec 57% du PIB, sont très en arrière.

Il est évident que si l'on peut emprunter à des taux d'intérêt proches de zéro, l'incitation à la réforme budgétaire devient extrêmement faible. Or, l'Union Monétaire Européenne achoppe continuellement sur cet obstacle : comment faire vivre avec une monnaie commune des Etats qui divergent autant en matière d'équilibre des finances publiques et de compétitivité ? Je rappelle que l'Allemagne est en équilibre budgétaire tout en ayant atteint le plein emploi. Quelques progrès ont été réalisés en Europe en matière institutionnelle (examens et contrôles budgétaires périodiques comparés, principe de la « règle d'or », c'est-à-dire de budgets votés en équilibre au moins en termes structurels, ...), mais le mouvement reste modeste en termes d'applications concrètes.

- **La troisième poussée** est celle des conséquences à très long terme du vieillissement de nos populations et de la réduction séculaire de notre taux de croissance. Ici encore, la politique doit réagir pour élargir l'emploi (retarder l'âge du départ à la retraite, travailler plus – supprimer les 35 heures -, ouvrir et rendre plus flexible le marché du travail, favoriser l'apprentissage, ...). Je rappelle, à cet égard, que, par rapport à la population en âge de travailler (de 16 à 64 ans), l'Allemagne compte 72% de personnes employées et la France seulement 64%.

\* \* \*

**Ces conclusions peuvent sembler pessimistes.**

**Il n'en est rien. C'est seulement d'une analyse rigoureuse de la réalité que peut naître – que doit naître – la réforme.**

**Or, la réforme est possible.**

**On sait, en effet, comment répondre aux défis que j'ai présentés.**

**Encore faut-il, pour y faire face, lucidité, vision, courage et « leadership ».**

Jacques DE LAROSIERE  
Ancien Président du FMI  
Ancien Gouverneur de la Banque de France  
Membre de l'Académie des Sciences Morales et Politiques

\* \* \*