

« Favoriser l'épargne retraite par la fiscalité : quel modèle pour demain ? »

Chaire TDTE

Matthieu FUGIER-GARREL

Chargé de recherche

Résumé :

L'épargne retraite fait l'objet d'une attention renouvelée dans le débat économique français. Longtemps marginale, sa diffusion s'est accélérée à la faveur de la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises du 22 mai 2019 (loi Pacte) et de la création du Plan d'Épargne Retraite (PER). Ce dernier est assorti de mécanismes d'exonération débouchant sur des dépenses fiscales dont l'efficacité économique et budgétaire fait encore l'objet de controverses. Alors que la question du financement des retraites demeure centrale, l'épargne retraite apparaît à la fois comme un outil de diversification des ressources individuelles et un levier potentiel d'action publique. Mais elle soulève aussi des enjeux d'équité, d'incitation et d'efficacité fiscale.

En novembre 2024, la Cour des comptes publie un rapport critique des défiscalisations relatives à l'épargne retraite. Cette étude propose une évaluation des effets budgétaires des dispositifs fiscaux de soutien à l'épargne retraite, en tenant compte à la fois des dépenses fiscales initiales et du coût lié au report de taxation qu'elle contrebalance par des externalités positives. La présente étude identifie plusieurs externalités positives à l'épargne retraite en analysant : (i) d'une part les investissements productifs susceptibles d'être financés par ce type d'épargne ; (ii) d'autre part, l'estimation des recettes fiscales futures générées par la taxation des plus-values lors de la liquidation des contrats ; (iii) enfin, à une échelle plus microéconomique, l'appréciation de ses effets positifs sur le niveau de retraite des ménages détenteurs d'un contrat.

Si ces effets positifs sont indéniables, les dispositifs incitatifs actuels, jugés peu adaptés au contexte socio-démographiques et financier dans lequel s'inscrit l'épargne retraite d'après la Cour des comptes, gagneraient à être repensés. La présente étude rappelle qu'un certain nombre de conditions doivent être réunies pour compléter l'architecture fiscale de l'épargne retraite et en assurer la viabilité. Il convient notamment de favoriser une plus large diffusion de ces dispositifs, en envisageant des mécanismes de soutien analogues au modèle des contrats Riester en Allemagne, afin de combiner objectif de démocratisation pour les plus précaires en parallèle des incitations fiscales pour les ménages à hauts revenus. Également, à partir d'un modèle de micro-simulation, nous soulignons le rôle central joué par les frais de gestion, dont la réduction conditionne à la fois la performance des placements et le bien-fondé de l'avantage fiscal associé à l'épargne retraite.

Table des matières

I. Etat des lieux de l'épargne retraite en France	6
1. « De l'épargne longue à l'épargne retraite » : un processus d'institutionnalisation.....	6
2. L'épargne retraite en France depuis la loi Pacte.....	8
II. Des mécanismes d'exonérations débouchant sur des dépenses fiscales	12
1. Les différentes approches à la taxation de l'épargne retraite et les dispositifs d'exonérations mis en place en France.....	12
2. L'efficacité des dispositifs incitatifs à l'épargne retraite en débat.....	15
3. Le chiffrage des coûts en lien avec les défiscalisations de l'épargne retraite	17
III. Des externalités positives à l'épargne retraite	20
1. Des investissements productifs permis par l'épargne retraite.....	20
a. Rendement et prise de risque dans l'épargne retraite : enjeux théoriques et implications pratiques	20
b. Diversification renforcée de l'épargne retraite : vers une contribution plus importante au financement de l'économie productive.	23
2. Des recettes fiscales supplémentaires en lien avec la taxation des plus-values	29
3. Au-delà des motifs fiscaux, l'épargne retraite comme un supplément de revenu aux régimes par répartition	31
IV. Assurer la viabilité des mécanismes actuels d'incitation à l'épargne retraite	34
1. La nécessité de garantir une démocratisation de l'épargne retraite grâce à des dispositifs dédiés.....	34
a. L'épargne retraite : un placement de ménage aisé	34
b. ...dont les très riches bénéficient d'une importante partie des dépenses fiscales.....	36
2. Faire des frais de gestion un levier de performance et de soutien à l'épargne retraite.....	40
Conclusion.....	45
Bibliographie.....	47
Annexes	51
A) Récapitulatif des dispositifs d'épargne retraite	51
B) Gains de recettes tirés des plus-values.....	52
C) Estimation de l'évolution des dépenses fiscales.....	54
D) Méthodologie et hypothèses de la micro-simulation.....	56

Lexique des sigles

(Enquête) HVP	Histoire de vie et patrimoine
(Loi) PACTE	Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises
ACM	Analyse en composante multiple
AFG	Agence française de gestion d'actifs
AMF	Autorité des marchés financiers
BCE	Banque centrale européenne
CAVP	Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens
CCSF	Comité consultatif du secteur financier
CDD	Contrat à durée déterminée
CDI	Contrat à durée indéterminée
CGI	Code général des impôts
CRDS	Contribution au remboursement de la dette sociale
CRH	Complémentaire retraite des hospitaliers
CSG	Contribution sociale généralisée
CSP	Catégorie socioprofessionnelle
DGFIP	Direction générale des finances publiques
DGT	Direction générale du trésor
DREES	Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques
EET	Exonération exonération taxation
EMH	<i>Efficient market hypothesis</i>
ETI	Entreprises taille intermédiaire
ETT	Exonération taxation taxation
FPCI	Fonds professionnel de capital investissement
FPS	Fonds professionnel spécialisé
FRR	Fonds de réserve pour les retraites
HFCS	<i>Household finances and consumption</i>
IGF	Inspection générale des finances
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
IR	Impôt sur le revenu

OCDE	Organisation de la coopération et de développement économiques
OFS	Organisme de financement spécialisé
PASS	Plafond annuel sécurité social
PEA	Plan d'épargne en action
PER	Plan d'épargne retraite
PERCO	Plan d'épargne retraite collectif (2005)
PERCOL	Plan d'épargne retraite collectif (loi Pacte)
PERE	Plan d'épargne retraite d'entreprise
PERIN	Plan d'épargne retraite individuelle (loi Pacte)
PEROB	Plan d'épargne retraite obligatoire (loi Pacte)
PERP	Plan d'épargne retraite populaire
PFU	Prélèvement forfaitaire unique
PIB	Produit intérieur brut
PLF	Projet de loi de finance
PME	Petites et moyennes entreprises
RAFP	Retraite additionnelle de la fonction publique
RMC	Retraite mutualiste du combattant
RRSP	<i>Registered Retirement Savings Plans</i>
RVTG	Rente viagère à titre gratuit
RVTO	Rente viagère à titre onéreux
SMIC	Salaire minimum interprofessionnel de croissance
TCAM	Taux de croissance annuel moyen
TGHF	Table générationnelle homme/femme
TMI	Taux marginal d'imposition
TTT	Taxation taxation taxation
UC	Unité de compte
VaR	<i>Value at risk</i>

I. Etat des lieux de l'épargne retraite en France

L'épargne retraite en France s'est progressivement constituée comme un objet de politique publique. À travers une série de réformes depuis les années 1990, elle a été progressivement institutionnalisée, jusqu'à sa refonte récente par la loi Pacte de 2019. Cette première partie revient sur les principales étapes de cette construction et propose un état des lieux de ses évolutions récentes.

1. « De l'épargne longue à l'épargne retraite » : un processus d'institutionnalisation

Il est indispensable de définir au préalable la notion d'épargne retraite, d'autant qu'aucune définition véritablement consensuelle ne s'impose dans la littérature économique. On pourrait, pour cela, se référer à l'article 107 de la loi n° 2010-1330 du 9 novembre 2010 qui propose une définition juridique de ce type d'épargne. Cette dernière « vise à compléter les pensions dues au titre des régimes de retraite par répartition légalement obligatoires, permet de disposer, à partir du départ à la retraite, de ressources provenant d'une épargne constituée individuellement ou collectivement à partir de versements sur une base volontaire ou obligatoire réalisés à titre privé ou lors de l'activité professionnelle ».

L'article L224-1 introduit par la loi Pacte et figurant dans le Code monétaire et financier précise cette définition, les plans d'épargne retraite ayant « pour objet l'acquisition et la jouissance de droits viagers personnels ou le versement d'un capital, payables au titulaire à compter, au plus tôt, de la date de liquidation de sa pension dans un régime obligatoire d'assurance vieillesse ou de l'âge mentionné à l'article L. 161-17-2 du code de la sécurité sociale ».

Nous adopterons ici la définition juridique « restreinte » de l'épargne retraite, celle-ci étant la plus couramment mobilisée dans les recherches économiques et les textes réglementaires. Il convient toutefois de mentionner qu'une conception « large » de l'épargne retraite existe, parfois adoptée dans la littérature économique, selon laquelle cette dernière regrouperait l'ensemble des produits d'épargne de long terme ayant pour finalité la constitution d'un revenu complémentaire pour la retraite. Dans ce cadre élargi, des instruments tels que l'assurance-vie ou les plans d'épargne en actions (PEA) peuvent être assimilés à des formes d'épargne retraite¹.

Le passage de l'épargne retraite d'une dimension purement financière à une dimension également politique peut être daté aux lois Thomas (1997) et Fillon (2003) qui institutionnalisent l'épargne retraite, la présentant notamment comme « un dispositif relevant des politiques sociales » ([Ciccotelli, 2014](#)).

L'épargne retraite apparaît dès les années 1950 avec les articles 39 et 83 du Code général des impôts (CGI) qui instaurent des plans d'épargne destinés aux salariés des entreprises privées, en particulier aux cadres. En 1964, la Préfon crée des fonds d'épargne spécifiques pour les agents de la fonction publique. Suivent les dispositifs « Coreva » et les « contrats Madelin », mis en place en 1990 et 1994, s'adressant aux travailleurs indépendants. Toutefois, ces plans d'épargne

¹ Cette approche est par exemple adoptée par Lechevalier, A. (2000), « L'épargne-retraite en France : état des lieux et finalités d'une réforme », *Revue d'économie financière*, (56), 217–240.

concernaient des catégories précises d'actifs et n'ont, de ce fait, pas été intégrés aux politiques sociales de retraite.

La réforme Balladur de 1993 marque un tournant en réduisant le montant des pensions versées par le biais du régime de retraite par répartition, ce qui entraîne une dégradation du niveau des pensions. Il s'en suit le projet de loi Thomas (1997) qui s'inscrit dans ce contexte de précarisation du statut de retraité. Afin de pallier cette baisse du niveau de vie des retraités, Jean Pierre Thomas entendait instiguer la mise en place de fonds de pension « à la française », similaires à ceux présents dans les pays anglo-saxons. Cette dernière, jamais votée in fine, servira de fondement théorique à la réforme Fillon de 2003 qui crée le plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO) alimenté par l'épargne salariale, et plus précisément par la participation, l'intéressement et des montants volontairement versés par les salariés. La réforme dépasse en revanche ce cadre théorique puisqu'elle crée également ce qui deviendra un an plus tard le plan d'épargne pour la retraite populaire (PERP) qui fonctionne, quant à lui, par adhésion individuelle.

Intégrer un produit financier à la politique de retraite ne va pourtant pas de soi, les deux étant traditionnellement découplés, voire opposés d'après l'auteur². Cela implique donc une « mise en politique publique » de l'épargne longue sous forme d'épargne retraite, d'autant plus évidente depuis la loi Pacte de 2019.

² Ciccotelli (2014) souligne que le vocable employé par les partisans de la capitalisation insiste sur l'épargne retraite comme un « complément » ou un « supplément » : pourtant, l'auteur considère qu'un jeu de vases communicants intervient lorsqu'un actif place son épargne en vue d'une capitalisation plutôt que lorsqu'il cotise dans le système par répartition. Dans la même logique, Börsch-Supan (2004) parle d'une « évidente substitution entre les retraites par répartition et l'épargne-retraite privée à long terme ».

2. L'épargne retraite en France depuis la loi Pacte

Ainsi, et cela depuis une vingtaine d'années, la volonté politique de développement de l'épargne retraite comme supplément au système de retraite par répartition est tangible en France (loi Fillon de 2003 qui introduit les PERCO et PERP, loi Woerth de 2010 qui dirige par défaut 50% de la participation versée par les entreprises aux PERCO, etc...).

C'est dans cette logique que s'inscrit la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi Pacte (Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises). Promulguée en 2019, la loi visait à stimuler la croissance économique, en partant du principe que les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) sont les principaux moteurs d'emploi et de croissance. Elle entendait y parvenir en simplifiant le cadre juridique applicable aux entreprises et, ce qui nous intéresse ici, en réformant l'épargne retraite afin de mieux orienter cette épargne vers des actifs jugés davantage porteurs de croissance tout en unifiant les dispositifs préexistants. Pour ce faire, elle introduit trois nouveaux produits d'épargne retraite : le PER individuel (PERIN), le PER d'entreprise collectif (PERCOL) et le PER d'entreprise obligatoire (PEROB). En conséquence, l'ouverture de contrats relatifs aux anciens dispositifs³ n'est plus possible depuis le 1^{er} octobre 2020.

Pour appréhender le développement de l'épargne retraite, il est important de l'étudier sous tous ses aspects, c'est-à-dire son nombre de **cotisants** et d'**adhérents** (un cotisant étant un adhérent « ayant effectué un versement l'année considérée, à leur initiative ou à celle de leur employeur », et un adhérent étant compté autant de fois qu'il a de contrats⁴) le montant des **prestations** et des **cotisations** versées et son **encours**.

La Drees propose un panorama complet de l'épargne retraite et de son évolution sur une période allant de 2005 à 2023 à partir de l'enquête Retraite supplémentaire qu'elle dirige.

On observe une progression importante de l'épargne retraite sur la période. Les prestations versées ont doublé, passant de 4,2 à 8,4 Md (en € courants) entre 2005 et 2023. Environ les 2/3 de ces prestations sont versées sous forme de rente, le 1/3 restant l'étant sous forme de capital. Le montant annuel des cotisations a quant à lui été multiplié par 2,2 entre 2005 et 2023 (8,7 jusqu'à 19,2 Md €).

Depuis 2009, le nombre de cotisants aux produits d'épargne retraite a été multiplié par 1,4, atteignant 7,7 millions en 2023, tandis que le nombre d'adhérents a presque doublé (de 9 à 17,3 millions). L'impulsion donnée par la loi Pacte se manifeste pleinement aujourd'hui, avec 11,2 millions de cotisants aux nouveaux PER recensés en septembre 2024. Sur la même période, les encours d'épargne retraite ont été multipliés par trois, atteignant 292,7 milliards d'euros fin 2023.

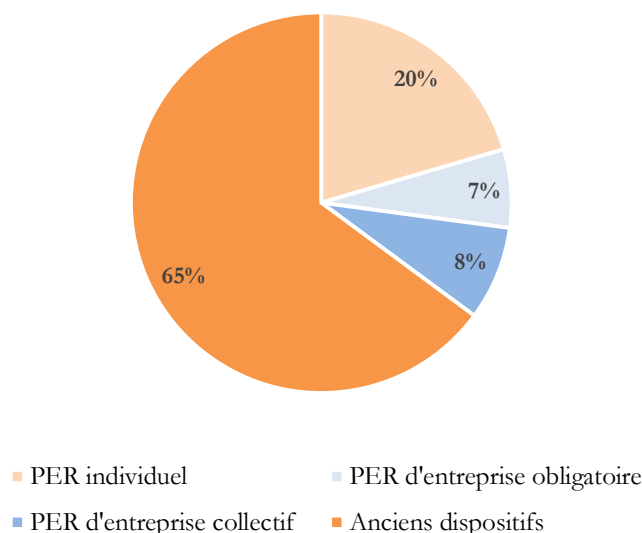
Au 31/12/2023, l'encours de l'épargne retraite est au 2/3 composé d'anciens dispositifs, notamment des contrats Article 83 et Madelin (respectivement 66 Md € et 30 Md €). Le PER

³ Voir [Annexe A](#) pour une présentation détaillée des anciens dispositifs.

⁴ Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (Drees) (2024), *Retraite supplémentaire et épargne retraite*. Ministère du Travail, de la Santé et des Solidarités.

individuel est le plus répandu des nouveaux dispositifs, représentant à lui seul 1/5 de l'encours de l'épargne retraite et 58 Md €⁵ (graphique 1).

Graphique 1 : Composition de l'encours de l'épargne retraite en France
(31/12/2023)

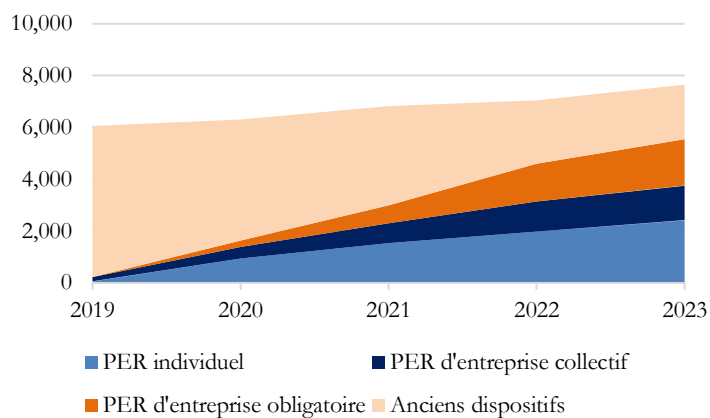


Source : Enquête Retraite supplémentaire 2023 de la DREES. Champ : Ensemble des contrats en cours de constitution et de liquidation.

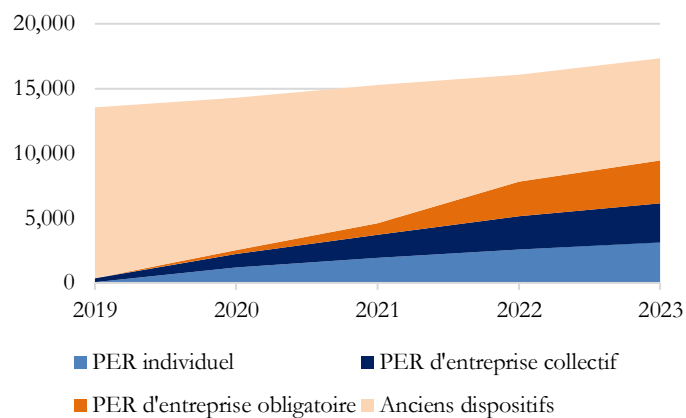
Depuis 2019 et la loi Pacte, une forte progression du nombre d'adhérents et de cotisants aux dispositifs d'épargne retraite est à noter (graphiques 2 et 3). Cette hausse est essentiellement due aux PER individuels, collectifs et obligatoires, qui représentent en 2023 une part importante des contrats. Cette dynamique s'accompagne d'une baisse relative du nombre d'anciens dispositifs (PERP, Madelin, etc.). Malgré la montée en puissance des nouveaux PER, les anciens dispositifs restent largement majoritaires dans le versement des prestations en 2023, représentant encore 76 % du total (graphique 4). Ce constat s'explique aisément : l'épargne retraite reposant sur un horizon de long terme et la loi Pacte étant récente, il est cohérent que les nouveaux produits ne représentent encore qu'une part limitée des prestations versées.

⁵ Une grande partie de l'encours des nouveaux PER est due aux dispositifs de transferts des anciens dispositifs vers les nouveaux. La direction générale du Trésor estime qu'en 2023, 66% de l'encours des nouveaux PER provient de transferts depuis ces anciens dispositifs.

Graphique 2 : Cotisants aux dispositifs d'épargne retraite
(en milliers, 2019-2023)

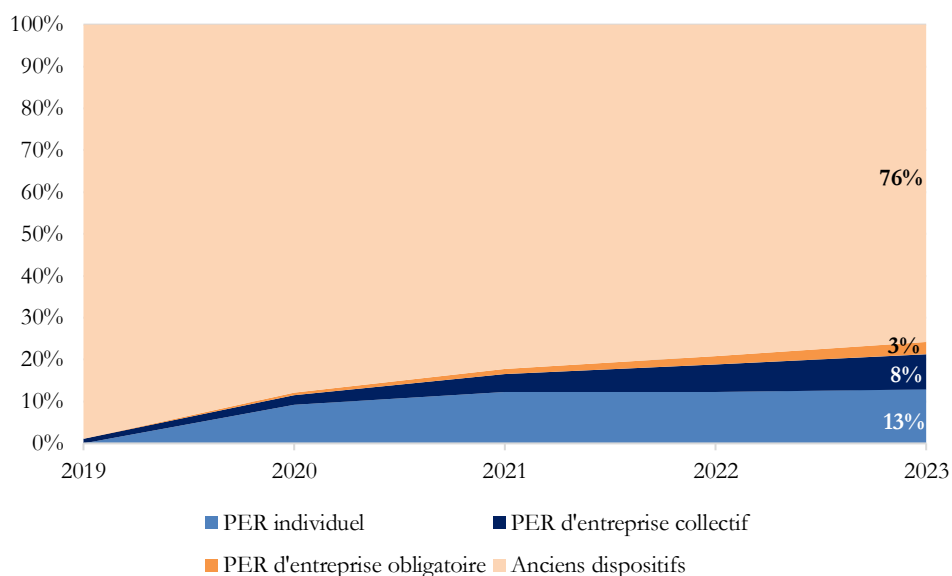


Graphique 3 : Adhérents aux dispositifs d'épargne retraite
(en milliers, 2019-2023)



Source : Enquête Retraite supplémentaire 2023 de la DREES. Champ : Ensemble des contrats en cours de constitution et de liquidation.

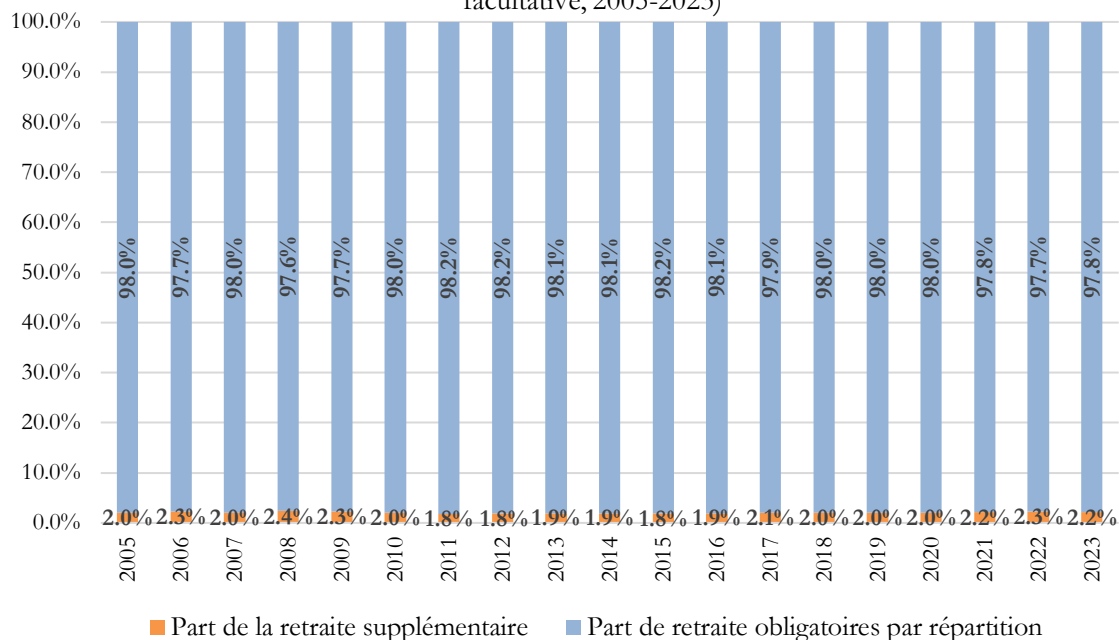
Graphique 4 : Répartition des prestations au titre de la retraite supplémentaire
(en %, 2019-2023)



Source : Enquête Retraite supplémentaire 2023 de la DREES. Champ : Ensemble des contrats en cours de constitution et de liquidation.

En dépit de ces évolutions, le poids de la retraite supplémentaire est encore limité dans le système global de retraite en France. La part des prestations au titre de l'épargne retraite reste stable autour de 2%, et cela depuis 2005 (graphique 5).

Graphique 5 : Part des prestations versées au titre de la retraite supplémentaire dans l'ensemble des régimes de retraite (obligatoire et facultative, 2005-2023)



Source : Enquête Retraite supplémentaire 2023 de la DREES. Champ : Ensemble des contrats en cours de constitution et de liquidation.

II. Des mécanismes d'exonérations débouchant sur des dépenses fiscales

La diffusion de l'épargne retraite repose en grande partie sur des incitations, dont l'efficacité fait l'objet de débats récurrents. Cette partie analyse les dispositifs d'exonération mis en place en France, les logiques incitatives qui les sous-tendent, ainsi que leur coût pour les finances publiques.

1. Les différentes approches à la taxation de l'épargne retraite et les dispositifs d'exonérations mis en place en France

La fiscalité de l'épargne retraite varie selon les pays, influençant les comportements d'épargne et la préparation à la retraite. [Yoo et de Serres \(2004\)](#) distinguent les principaux régimes fiscaux par le traitement des cotisations, des revenus accumulés et des prestations versées.

Le régime EET (Exonération des cotisations et des revenus accumulés, Taxation des prestations) est le plus répandu. Les cotisations sont déductibles du revenu imposable, les revenus générés pendant l'accumulation sont exonérés, et les prestations de retraite sont imposées lors de leur versement. Ce modèle vise à encourager l'épargne en offrant un avantage fiscal d'entrée. L'imposition se voit reportée à la retraite - période où les contribuables sont généralement soumis à un taux marginal d'imposition plus faible car leur revenu disponible tend à diminuer.

À l'inverse, le régime TEE (Taxation des cotisations, Exonération des revenus accumulés et des prestations) impose les cotisations dès leur versement, mais exonère d'impôt les revenus générés et les prestations versées à la retraite. Ce modèle moins répandu est considéré comme un « impôt prépayé ».

D'autres variantes existent, telles que le régime ETT (Exonération des cotisations, Taxation des revenus accumulés et des prestations). Les cotisations y sont déductibles, mais les revenus générés pendant l'accumulation et les prestations de retraite sont imposés. Le régime TTT (Taxation des cotisations, des revenus accumulés et des prestations) prévoit une imposition à chaque étape, souvent à des taux réduits.

En France, le Plan d'Épargne Retraite (PER) introduit par la loi Pacte en 2019 peut être rapproché au modèle EET tout en offrant des incitations fiscales spécifiques dont nous détaillerons les mécanismes dans ce qui suit. Il est possible de caractériser les mécanismes d'exonérations et le régime de fiscalité qui s'appliquent à l'épargne retraite en reprenant l'approche économique présentée en encadré 1.

Encadré 1 : Conception juridique vs économique de l'épargne retraite

Les précédents dispositifs, dont la loi « Pacte » a mis fin à la commercialisation depuis le 1er octobre 2020, se divisaient en deux groupes : les produits souscrits individuellement et ceux souscrits collectivement, ce dernier type étant lui-même subdivisé selon que l'adhésion était volontaire ou obligatoire.

Le Plan d'Épargne Retraite (PER), qui remplace ces dispositifs, se distingue sur deux plans : juridique et économique. Sur le plan juridique, le PER regroupe trois dispositifs spécifiques : le PER individuel (PERIN), le PER d'entreprise collectif (PERCOL) et le PER d'entreprise obligatoire (PEROB), chacun correspondant à une ancienne catégorie. Sur le plan économique, chaque dispositif se compose de trois compartiments en fonction de l'origine des fonds : le compartiment 1 pour l'épargne volontaire, le compartiment 2 pour l'épargne salariale, et le compartiment 3 pour les versements obligatoires du salarié ou de l'employeur. Chaque type de PER alimente de manière prépondérante - mais non exclusive - un des compartiments (par exemple, le PER d'entreprise collectif contribue fortement au compartiment en lien avec l'épargne salariale et dans une moindre mesure à celui en lien avec l'épargne volontaire).

Tableau 1 : Montants des versements sur les PER au titre de la retraite supplémentaire
(M€ en 2022, Drees, enquête Retraite supplémentaire, édition 2024)

	PER individuel	PER d'entreprise collectif	PER d'entreprise obligatoire	Part des compartiments dans le total (en %)
Compartiment 1 (épargne volontaire)	6683,8	521,5	76,3	56,1
Compartiment 2 (épargne salariale)	-	2008,4	4,9	15,5
Compartiment 3 (versements obligatoires)	-	11,9	548,6	4,3
Compartiment indéterminé	1734,6	546,2	850	24,1
Part des produits dans le total (en %)	64,8	23,8	11,4	100

En ce qui concerne les salariés, les trois types de versement (volontaire, obligatoire ou provenant de l'épargne salariale) sont déductibles de l'impôt sur le revenu (IR) tant qu'ils restent inférieurs à un plafond égal à **10 % des salaires et traitements déclarés**, avec un plafond minimum de **4 637 €** (10% du plafond annuel de la sécurité sociale, PASS) afin de ne pas pénaliser les faibles revenus, et maximal de **37 094 €**⁶ (10% de 8 fois PASS pour 2025) pour limiter le potentiel

⁶ Pour illustrer le fonctionnement des exonérations fiscales, prenons l'exemple de deux cotisants : l'un déclare 80 000 € de revenus professionnels, l'autre 30 000 €. Dans le premier cas, le plafond de déduction correspond à 10 % des revenus, soit 8 000 €. Dans le second cas, 10 % des revenus (soit 3 000 €) étant inférieurs au plafond minimal fixé à 4 637 €, c'est ce minimum qui s'applique. L'épargnant pourra donc déduire jusqu'à 4 637 € de ses revenus imposables en 2025.

d'exonération des très hauts revenus⁷. Si une partie ou la totalité du plafond est inutilisée au cours de l'année, ce dernier peut être reporté, donc accumulé pendant 3 années consécutives. Les anciens dispositifs font parfois l'objet de mécanismes d'exonération qui leurs sont propres (voir [Annexe A](#)).

La fiscalité à la sortie dépend de trois facteurs : de la **déduction** ou non des montants lorsqu'ils ont été cotisés, du **type de sortie choisi** (en rente ou en capital) et du **compartiment** d'où provient l'épargne. Le tableau 2 synthétise les différentes modalités de taxation qui s'appliquent dans chaque cas.

Tableau 2 : Les règles fiscales des nouveaux PER de la loi Pacte

(source : Cour des comptes, 11/2024)

	Versements volontaires déduits initialement	Versements volontaires non- déduits initialement	Versements issus de l'épargne salariale	Versements issus des cotisations obligatoires
Fiscalité en cas de sortie sous forme de rente	Rente soumise au régime des RVTG* et aux prélèvements sociaux de 17,2% après abattement progressif avec l'âge	Rente soumise au régime des RVTO** pour l'IR et les prélèvements sociaux	Rente soumise au régime des RVTO	Rente soumise au régime des RVTG Gains imposés au PFU
Fiscalité en cas de sortie sous forme de capital	Capital imposé au barème progressif de l'IR et exonéré de prélèvement sociaux. Gains soumis au PFU de 30%	Capital épargné non imposé Gains imposés au PFU	Capital non soumis à l'IR Gains imposés aux prélèvements sociaux de 17,2%	Pas de sortie en capital possible

*Le régime des rentes viagères à titre gratuit (RVTG) impose la rente à l'IR après un abattement de 10%

**Une fraction seulement de la rente viagère à titre onéreux (RVTO) est imposée en fonction de l'âge de départ :
70% pour les moins de 50 ans, 50% entre 50-59 ans, 40% entre 60-69 ans et 30% après 70 ans

Il convient de souligner que, depuis 2011, l'Inspection générale des finances (IGF) ne considère plus les déductions de cotisations liées à l'épargne retraite comme des dépenses fiscales. En effet, dans la mesure où ces sommes sont imposées à la sortie, elles ne constituent pas en tant que telles une perte de recettes fiscales. Toutefois certains coûts indirects peuvent être attribués à ce report dans le temps de l'imposition.

⁷ <https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F14709>

2. L'efficacité des dispositifs incitatifs à l'épargne retraite en débat

Deux types de dispositifs incitatifs à l'épargne retraite coexistent. Ils peuvent être sous la forme d'**incitations fiscales** (avantages fiscaux via une déductibilité des cotisations, une exonération des rendements ou des prestations, ou une combinaison de ces éléments, voir partie II.1) ou **non-fiscales** (aides publiques directes, sous la forme de subventions ou d'abondement sur les contrats d'épargne).

Ces dernières poursuivent différents objectifs : **(i) accroître l'épargne globale des ménages**, **(ii) augmenter les participations et cotisations aux contrats d'épargne retraite** (par une réorientation ou une mobilisation de nouveaux montants) ou encore **(iii) favoriser l'accès à l'épargne retraite pour les ménages les plus modestes** ([OCDE, 2018](#)). Ces différentes logiques convergent vers une ambition plus large qui est de renforcer le rôle complémentaire de la capitalisation dans le système de retraite. Un autre objectif au sujet des incitations fiscales uniquement, distinct bien que connexe, est celui de garantir l'**équité fiscale** : les avantages fiscaux accordés à l'épargne retraite visent à assurer une égalité de traitement entre les cotisations versées dans des dispositifs publics et celles versées dans des produits privés du moment qu'ils ont vocation à participer à la retraite future ([Cour des comptes, 2024](#)). En effet, les cotisations au régime général de retraite sont entièrement exonérées d'impôt sur le revenu. La défiscalisation des versements dans les produits d'épargne retraite vise ainsi à mettre les deux régimes sur un pied d'égalité, cela toujours dans la perspective de consolider la capitalisation comme un pilier alternatif et/ou complémentaire de la retraite par répartition.

Il est légitime de s'interroger sur l'efficacité des incitations fiscales et non fiscales au regard des objectifs mentionnés précédemment. Nous reprenons pour cela la revue de littérature sur la question produite par l'[OCDE \(2018\)](#).

Du point de vue de la **participation et de la mobilisation de l'épargne pour les retraites**, les incitations sous forme d'avantage fiscaux semblent être efficaces. [Milligan \(2002\)](#), en étudiant les *Registered Retirement Savings Plans* (RRSP) au Canada entre 1982 et 1996 - un dispositif de type EET, où les cotisations sont entièrement déductibles et les prestations imposées - montre qu'une hausse de 10 % du taux marginal d'imposition accroît de 8 % la probabilité de participation. De manière analogue, [Carbonnier, Direr et Slimani Houti \(2014\)](#) mettent en évidence, dans le cas français, que les contribuables les plus aisés réagissent positivement aux incitations fiscales, en augmentant leurs versements sur les produits d'épargne retraite à sortie en rente obligatoire. À partir de données fiscales entre 2006 et 2009, ils mettent en lumière que l'effet incitatif de placement sur le PERP est important pour les plus aisés dont le TMI est élevé. Ils pointent en revanche une limite à ce dispositif : chez les ménages modestes la hausse du taux marginal n'entraîne pas d'augmentation de l'épargne. Cela suggère que les incitations fiscales fondées sur le barème de l'impôt sur le revenu sont peu efficaces pour encourager l'épargne retraite des bas revenus, et remplissent, de fait, très mal le troisième objectif de **démocratisation de l'épargne retraite pour les précaires**. Finalement, les incitations fiscales présentent des effets contrastés au regard de l'objectif **d'augmentation de l'épargne nationale**. En effet, si certaines études insistent sur le rôle joué par ces dernières sur une augmentation nette des montants épargnés ([Poterba, Venti & Wise, 1996](#); [Gelber, 2011](#)), d'autres soulignent avant tout une réallocation de l'épargne déjà existante en épargne retraite ([Pence, 2002](#); [Attanasio & De Leire, 2002](#)). Un troisième courant de la littérature nuance l'effet des incitations fiscales en observant que leur efficacité dépend du niveau de revenu des ménages

: les foyers à revenus faibles ou intermédiaires seraient davantage susceptibles d'accroître leur épargne globale, tandis que les ménages les plus aisés auraient plutôt tendance à réallouer une épargne déjà constituée ([Engelhardt, 2000](#) ; [Chernozhukov & Hansen, 2004](#)).

Les incitations non-fiscales relèvent principalement de deux catégories : d'une part, les versements effectués par l'État ou par l'employeur directement sur le contrat d'épargne, en complément des cotisations individuelles (**abondements**) ; d'autre part, des **subventions** accordées sous condition de détention et/ou de versements sur ledit contrat. La valeur ajoutée à ces dispositifs en comparaison aux incitations fiscales est qu'ils se révèlent efficaces pour **étendre l'accès à l'épargne retraite aux plus pauvres**. Des constats empiriques en Australie induisent un effet positif de l'abondement pour les plus précaires. En 2012, le taux d'abondement et le montant maximal abondé y sont réduits de moitié. Cela a pour conséquence, entre 2011 et 2013, de faire diminuer le nombre de bénéficiaires au programme de co-contribution de 40% et les cotisations de 60%. En ce qui concerne les subventions, les contrats Riester en Allemagne bénéficient d'un soutien public particulièrement généreux (voir partie IV.1.b). [Börsch-Supan, Coppola et Reil-Held \(2012\)](#) montrent que cette configuration favorise des taux de couverture sensiblement plus élevés parmi les ménages à faibles revenus en comparaison avec les autres formes d'épargne retraite non-subsidées. Également, à partir des déclarations individuelles recueillies dans l'enquête SAVE, les auteurs mettent en évidence qu'une majorité de ménages déclarent avoir accru leur effort d'épargne depuis la souscription d'un contrat Riester. Cette tendance concerne l'ensemble des catégories de revenus, ce qui constitue de fait un signal positif au regard de l'objectif **d'augmentation de l'épargne globale**. En revanche, en ce qui concerne la question de la **participation et des cotisations aux plans d'épargne**, les résultats sont disparates. [Choi \(2015\)](#) et [Madrian \(2013\)](#), à partir d'une revue de littérature sur le cas états-unien, soulignent que l'abondement supplémentaire de la part de l'employeur tend à augmenter à la fois la participation et les montants cotisés dans les contrats. L'élasticité des cotisations à l'abondement est en revanche relativement faible : [Engelhardt et Kumar \(2007\)](#) observent qu'une hausse de 25% de l'abondement n'augmentent le montant de cotisations que de 5% sur les 401(k). Au regard des montants cotisés, les subventions semblent fonctionner pour les ménages. [Kolerus, Koske et Hüfner \(2012\)](#) observent que l'introduction des Riester au début des années 2000 s'accompagne d'une hausse du taux d'épargne des ménages propriétaires d'un contrat Riester ou non (justifiée par une plus forte présence médiatique de la question de l'épargne dans le contexte de la réforme). Toutefois, pour les ménages les plus modestes, l'épargne sur les contrats Riester augmente, sans que leur épargne totale n'évolue. Cela suggère une réallocation de leur épargne existante dans le but de bénéficier des subventions publiques.

3. Le chiffrage des coûts en lien avec les défiscalisations de l'épargne retraite

Dans son [rapport de novembre 2024](#), la Cour des Comptes propose une évaluation de la pertinence des dispositifs d'exonérations propres à l'épargne retraite. Elle établit notamment un chiffrage se voulant exhaustif des « dépenses fiscales » (voir tableau 3).

Les exonérations complètes de l'épargne retraite tirée de l'épargne salariale (abondant l'ancien PERCO et le nouveau PERCOL) est le poste contribuant le plus à ce montant de dépenses fiscales. Le projet de loi de finance (PLF) de 2024 chiffre ces dernières à **585 M€** pour 2022.

Par la suite, la Cour extrapole une externalité négative au report dans le temps des montants imposés. Partant du postulat que l'Etat est structurellement en déficit, les montants non-imposés à l'instant T impliquent un endettement souverain au taux supposé de 3%. Ce coût est estimé à environ **365 M€** la même année.

Comme présenté en II.1., en régime EET, l'avantage fiscal pour l'épargnant provient d'un taux marginal d'imposition (TMI) inférieur lors du passage à la retraite en comparaison à la vie active. Ce différentiel de taux est chiffré à **365,2 M€**.

S'ajoute à cela un coût lié à la taxation forfaitaire plutôt que progressive des sorties en capital. En reprenant l'estimation du PLF, la Cour alourdit par cela de **243 M€** le montant de dépenses fiscales.

Un dernier poste de dépense fiscale lié à l'épargne retraite concerne **l'exonération de cotisations sociales** sur les sommes issues de l'épargne salariale (intéressement, participation) lorsqu'elles sont affectées à un plan d'épargne retraite. Bien que ces sommes soient soumises à la CSG et à la CRDS, elles échappent aux cotisations sociales de droit commun auxquelles est substitué un forfait social plus faible, ce qui constitue une forme de manque à gagner pour les finances publiques. A partir des chiffres du PLF, et en appliquant la part des flux de la participation et de l'intéressement destinés à l'épargne retraite, la Cour associe un coût de **226 M€** pour ces exemptions.

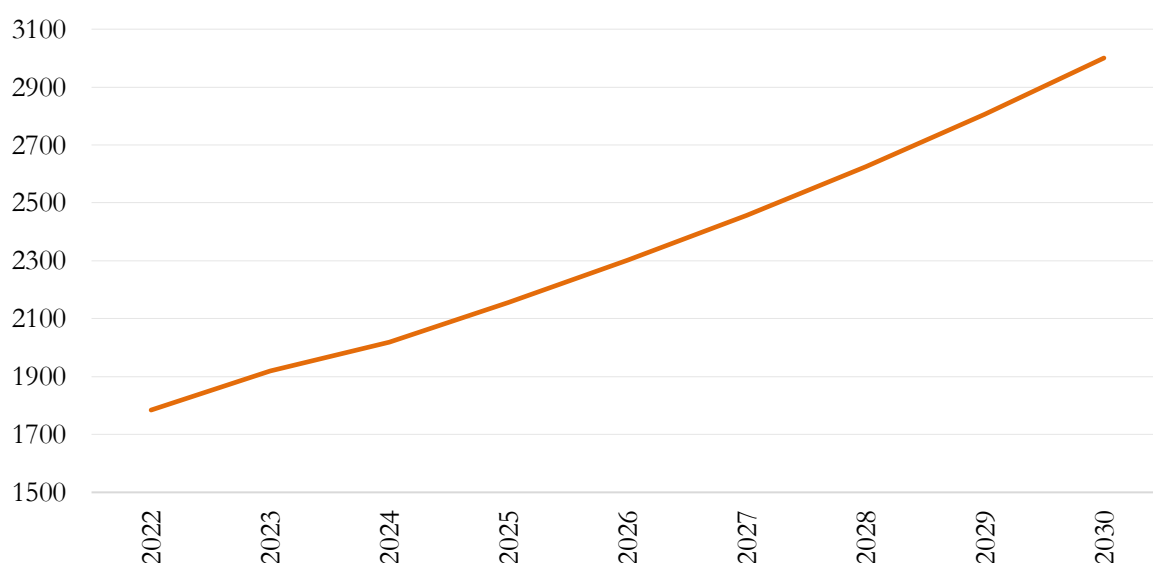
Au total, cela engendrerait une perte de **1,8 Md€** pour les finances publiques en 2022.

Tableau 3 : Dépenses fiscales et sociales associées à l'épargne retraite en 2022
(M€, Cour des comptes, 11/2024)

Dépenses fiscales	Exonérations d'imposition pour la participation, l'intéressement et l'abondement des employeurs versé sur les Perco/ PER COL	585
	Décalage dans le temps de l'imposition au titre de l'épargne retraite individuelle	365
	Baisse du taux marginal d'imposition lors du passage à la retraite	365
	Imposition à taux forfaitaire des sorties en capital sur l'épargne individuelle	243
Dépenses sociales	Exemptions d'assiette des cotisations sociales de la part épargne retraite de l'épargne salariale	226
Total		1784

Nous menons à présent une extrapolation de l'estimation de la Cour des comptes des dépenses fiscales en lien avec l'épargne retraite à partir des taux de croissance annuels moyens des différents agrégats mobilisés dans les calculs (voir [Annexe C](#) pour la méthodologie détaillée).

Graphique 6 : Estimation de l'évolution des dépenses fiscales
(méthode de la Cour des comptes extrapolée de 2022 à 2030, en millions d'€ courants)

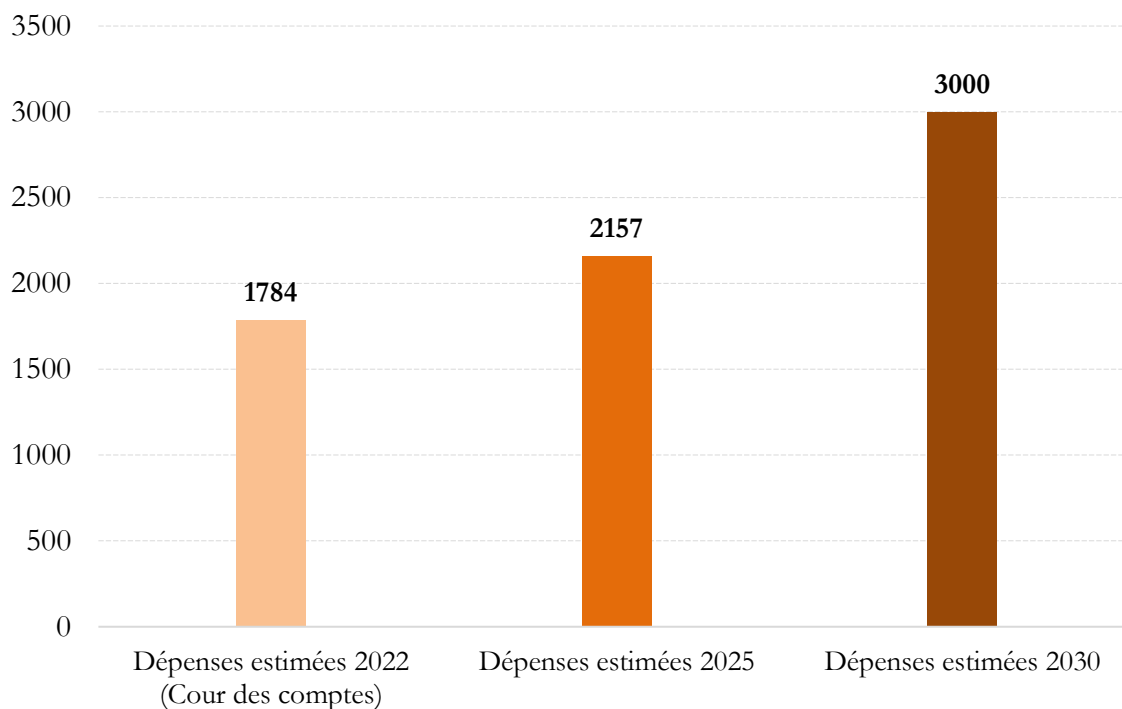


Source : calcul de l'auteur à partir des données des PLF (2017-2025) et de la Cour des comptes (2022)

Il en ressort une augmentation élevée des dépenses fiscales indirectement associée à l'épargne retraite. Ces dernières augmenteraient d'environ 68% sur 8 ans (de 2022 à 2030), soit une hausse annuelle moyenne de 6,7% sur la période, atteignant environ **3 Md€ en 2030** (graphiques 6 et 7). Une large partie de la hausse est due aux taux de croissance annuels moyens très élevés des exonérations d'imposition pour la participation, l'intéressement et l'abondement des employeurs. Ce poste de dépense - d'après les hypothèses retenues - pourrait doubler entre 2022 et 2030 : il

représenterait de fait près de 40% des dépenses fiscales d'épargne retraite en 2030 contre environ 1/3 en 2022.

Graphique 7 : Estimation de l'évolution des dépenses fiscales
(méthode de la Cour des comptes extrapolée pour 2025 et 2030, en millions d'€ courants)



Source : calculs de l'auteur à partir des données des PLF (2017-2025) et de la Cour des comptes (2022)

Si le chiffrage des dépenses fiscales associées à l'épargne retraite met en lumière un coût non négligeable pour les finances publiques, il convient toutefois de nuancer cette approche strictement budgétaire - donc restrictive - en prenant en compte les externalités positives générées par ce type d'épargne.

III. Des externalités positives à l'épargne retraite

Au-delà de leur coût budgétaire, les dispositifs d'épargne retraite peuvent générer des effets jugés positifs, tant sur le financement de l'économie que sur les ressources fiscales futures ou le niveau de vie des retraités. Cette partie propose une évaluation de ces externalités.

1. Des investissements productifs permis par l'épargne retraite

a. Rendement et prise de risque dans l'épargne retraite : enjeux théoriques et implications pratiques

La question de l'orientation de l'épargne retraite vers des actifs à meilleur rendement, et généralement plus risqués, conduit à interroger le rapport qu'entretient ce type d'épargne avec la prise de risque. Il est fréquemment avancé que la capitalisation offre des rendements supérieurs à ceux de la répartition, cette affirmation reposant sur la comparaison des espérances de rendement des deux systèmes. En effet, le taux de rendement interne de la répartition est généralement assimilé au taux de croissance économique ([Blanchet, 2000](#) ; [Pradat, 2017](#)), tandis que celui de la capitalisation correspond au rendement du capital. Il est admis qu'à long terme, le taux de rendement du capital (« r ») dépasse le taux de croissance économique (« g ») ([Piketty, 2013](#)). Cette hypothèse trouve une confirmation empirique : les données de l'OCDE sur les taux de rendement réels de l'épargne retraite de nombreux pays permettent de les comparer aux taux de croissance économique observés sur la même période.

Tableau 4 : Comparaison des rendements⁸ de la capitalisation et de la répartition sur 20 ans (2002-2022)⁹

	Australie	Canada	Chili	Danemark	Etats-Unis	Islande	Pays-Bas	Suisse
Rendements réels moyens de la capitalisation	4,0%	4,1%	3,1%	3,3%	1,0%	3,3%	3,1%	2,8%
Taux de croissance réel du PIB	2,8%	2,0%	3,4%	1,5%	2,2%	3,0%	1,5%	1,6%

Sources : données du rapport *Pension at a Glance* (2023) de l'OCDE ; données de la Banque Mondiale sur la croissance du PIB.

De manière générale, les rendements apparaissent empiriquement favorables à la capitalisation. Bien que l'OCDE ne fournisse pas de données agrégées sur les rendements des dispositifs de capitalisation en France, l'examen de régimes spécifiques comme le Régime additionnel de la fonction publique (RAFP) ou la Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP) montre des rendements moyens de l'ordre de 2,8 % et 2,3 % respectivement ([Weil, 2025](#)), soit légèrement supérieurs au taux de croissance économique français sur la période qui s'élevait à 2,2 % en moyenne. Le [Fonds de réserve pour les retraites](#) (FRR) présente quant à lui des rendements

⁸ Les rendements présentés ici sont nets de frais de gestion.

⁹ Les pays sélectionnés ici sont ceux présentant un système par capitalisation « développé » dont la part d'actifs rapportée au PIB est supérieure à 50%, cela afin de faire abstraction de certaines valeurs aberrantes (notamment l'Estonie ou la Lettonie qui présentent des rendements fortement négatifs, mais au sein desquels la capitalisation joue un rôle mineur).

moyens de 3,9% entre 2011 et 2023, pour un taux de croissance économique annuel moyen français de 2,6%.

En revanche, une simple comparaison des espérances de rendement entre capitalisation et répartition apparaît largement insuffisante ([Pradat, 2017](#)) dans la mesure où l'intégration de la volatilité des actifs financiers modifie les conclusions que l'on peut tirer quant aux gains de bien-être¹⁰ associés à un système par capitalisation. L'un des principaux reproches adressés à la retraite par capitalisation tient par ailleurs au fait qu'elle expose les épargnants à un risque important de baisse de la valeur de leurs actifs. Cette inquiétude est fondée, dans la mesure où les marchés financiers sont, par essence, volatils.

La littérature économique propose plusieurs éléments de réponse à cette critique, mais les résultats dépendent étroitement des hypothèses formulées sur le comportement des marchés financiers. Classiquement, deux approches s'opposent. D'une part, les tenants de l'*Efficient Market Hypothesis* (EMH, ou efficacité des marchés financiers) considèrent que l'évolution du prix des actifs suit une marche aléatoire ([Fama, 1970](#) ; [Malkiel, 1989 & 2003](#) ; [Clarke et al., 2001](#)). Il serait donc impossible de prédire les rendements futurs à partir des rendements passés, les chocs de marchés étant permanents. Une approche concurrente dite de *mean reversion*, ou « retour vers la moyenne » ([Poterba & Summers, 1988](#) ; [Fama & French, 1988](#)) suppose quant à elle que les prix des actifs reviennent sur leur tendance de long terme après un choc. Cette dernière remet ainsi directement en question les fondements théoriques de l'EMH.

Il est nécessaire de replacer l'épargne retraite dans ce débat théorique pour appréhender sa potentielle supériorité en termes de rendement en comparaison à la retraite par répartition. [Hamayon, Legros et Pradat \(2020\)](#) procèdent de la sorte à partir de simulations dans le cadre démo-économique français. Selon les hypothèses retenues, dans le cas où la *Value-at-Risk* (mesure du risque de perte maximale potentielle d'un portefeuille pour un niveau de confiance et sur un horizon donné, abrégée VaR) est nulle au seuil de 99% sur le cycle de vie et que l'EMH se vérifie, alors **les rendements d'un système par capitalisation sont considérés comme inférieurs à ceux d'un régime par répartition**. L'imprévisibilité de l'évolution du prix des actifs implique en effet une très faible proportion en actifs risqués, et cette faible proportion se traduit dans les faits en une rentabilité inférieure aux versements dans un régime par répartition. A l'inverse, toujours pour une VaR nulle au seuil de 99% mais **sous l'hypothèse de *mean reversion*, les rendements sont à l'avantage de la capitalisation**. La force de rappel vers l'équilibre de long terme permet une plus forte pondération en actifs risqués et en conséquence une meilleure performance de l'épargne.

En s'écartant du cadre purement théorique évoqué précédemment, les données empiriques tendent à invalider l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers. Les travaux de [Pradat \(2017\)](#), fondés à la fois sur l'analyse historique des rendements, sur des tests économétriques et sur une revue de littérature de la question, concluent de manière consistante au rejet de l'EMH au profit d'une dynamique de retour vers la moyenne des prix des actifs. Dès lors, une allocation plus importante de l'épargne retraite en actifs risqués - ou à fort potentiel de rendement - apparaît

¹⁰ Dans la littérature, les gains en bien-être pour les individus attribuables au système de retraite sont généralement approximés par un rendement plus important ([Pradat, 2017](#) ; [Desbonnets & Weitzenblum, 2018](#)). Cette analyse part ainsi du postulat - contestable et contesté ([Kahneman, 1997](#) ; [Simon, 1990](#)) - que les individus sont des agents rationnels maximisateurs dont le bien-être dépend d'une plus forte utilité, elle-même liée à une dotation monétaire ou un revenu plus important.

justifiée, cela du moment qu'elle s'inscrit dans une perspective de long terme et dans un contrôle du risque adapté au cycle de vie via la gestion pilotée¹¹.

¹¹ La gestion pilotée est une stratégie d'investissement où l'allocation d'actifs évolue « automatiquement » au fil du temps, devenant progressivement plus sécuritaire à mesure que la date de départ à la retraite du titulaire approche.

b. Diversification renforcée de l'épargne retraite : vers une contribution plus importante au financement de l'économie productive.

La Cour des comptes souligne que l'épargne retraite reste encore trop largement investie dans des produits de taux, au détriment des produits de fonds propres. De ce fait, elle ne contribuerait que de manière indirecte au financement de l'économie productive, en n'alimentant que marginalement les fonds propres des entreprises. Dans une perspective normative, une orientation de l'épargne vers des actifs jugés « productifs » est régulièrement encouragée (loi Pacte et sa mise en place de la gestion pilotée par défaut ; loi industrie verte et les modifications qu'elle apporte que nous détaillerons par la suite). L'objectif sous-jacent est de remédier à l'insuffisance structurelle du financement en fonds propres des entreprises françaises - notamment des PME et ETI - en s'appuyant sur le potentiel de mobilisation de l'épargne longue. Le second objectif majeur de l'orientation vers ces actifs plus risqués consiste à optimiser le rendement de l'épargne, le risque de perte étant limité par la gestion pilotée et par l'horizon de placement long inhérent à l'épargne retraite. Cette sous-partie s'attachera à analyser la structure actuelle des investissements de l'épargne retraite, en mettant en lumière ses dynamiques récentes et les évolutions susceptibles d'advenir.

L'épargne retraite, investie selon les cas sur des supports en unités de compte ou en fonds euros, représente une masse monétaire importante avec un encours d'environ 292,7 Md€ fin 2023 selon la Direction Générale du Trésor. Bien que son poids relatif dans l'ensemble de l'épargne financière des ménages demeure modeste (4,6 % en 2022, d'après la Cour des comptes), ce montant participe de manière croissante au financement de l'économie productive. La répartition de l'épargne retraite entre fonds en euros et unités de compte constitue un enjeu majeur pour évaluer son potentiel en termes de financements productifs. Les fonds en euros, investis majoritairement en obligations, offrent une garantie en capital et une rémunération stable bien que relativement faible. A l'inverse, les unités de compte sont exposées aux marchés actions, à l'immobilier ou à des actifs diversifiés et impliquent de fait un financement plus direct de l'économie productive ainsi que de meilleurs rendements pour les épargnants.

A partir des données annuelles fournies par [France Assureurs](#), on remarque que la part de l'épargne retraite assurantielle¹² en support unités de compte (UC) est en augmentation depuis la loi Pacte. En 2022, les nouveaux PER assurantiels instaurés par cette dernière sont investis à hauteur de 36 % sur ce support, contre seulement 15 % pour les anciens produits d'épargne retraite. En février 2025, la part de ces PER investis en UC est passée à 45%¹³, soit une forte hausse d'environ 25% en seulement trois ans.

Du fait de la montée en puissance des PER, la part en UC dans l'épargne retraite prise globalement (anciens dispositifs compris) tend à augmenter (après une chute en 2022 due à l'atonie conjoncturelle des marchés financiers d'après France Assureurs) : en 2023, 24% des provisions mathématiques¹⁴ étaient investies en UC contre 22% en 2020 (graphique 8). Cette

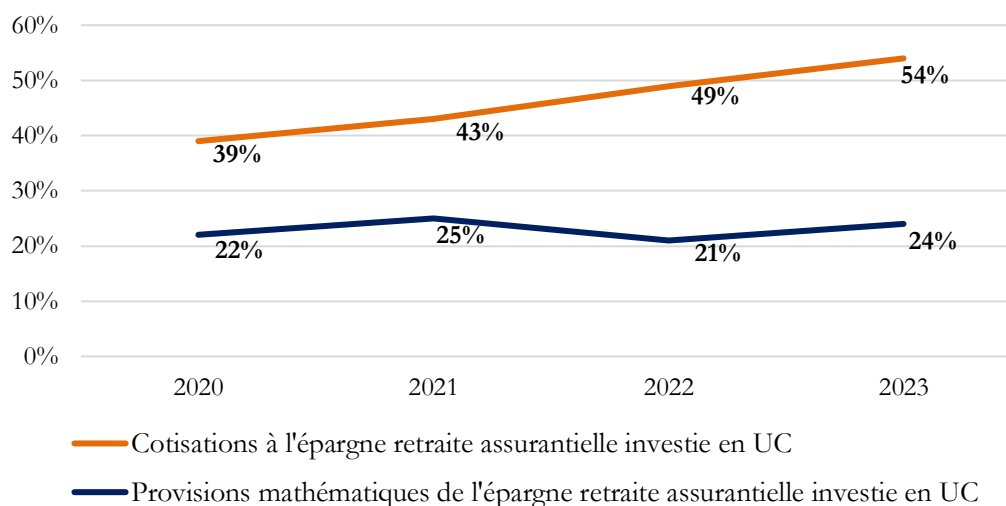
¹² Deux sous-ensembles de l'épargne retraite co-existent : cette dernière peut être assurantielle ou compte-titre (ou encore appelée « bancaire »). 91% de l'épargne retraite totale est assurantielle : les statistiques de France Assureurs portent uniquement sur cette portion.

¹³ France Assureurs. (2025), « L'assurance vie enregistre une collecte nette élevée en février 2025 » [Communiqué de presse]

¹⁴ Les provisions mathématiques sont définies par le Code des assurances comme la « différence entre les valeurs actuelles des engagements respectivement pris par l'assureur et par les assurés » (Article R-343-3). Ces dernières sont souvent équivalentes ou très proches de l'encours, mais ce n'est pas une identité stricte.

tendance se retrouve en termes de flux. En effet, la même année, 54% des versements en épargne retraite assurantielle se font sur des supports unités de compte (39% trois ans plus tôt).

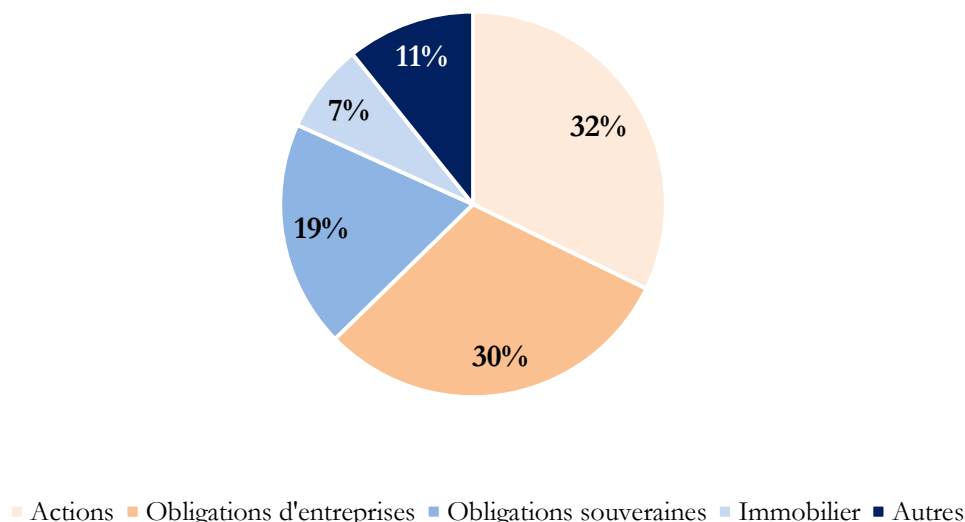
Graphique 8 : Part d'unités de compte dans les cotisations et les provisions mathématiques



Source : France assureurs, « L'assurance retraite » (rapports de 2020 à 2023)

En conséquence, cette plus forte pondération en unité de compte implique une plus grande part de l'encours investie en actifs risqués. En extrapolant la structure des actifs des supports fonds euros et unités de comptes de l'assurance vie, la Cour des comptes estime que les actions représentaient 30% de l'encours des nouveaux PER contre 20% des contrats antérieurs à la loi Pacte en 2022. En réactualisant le calcul avec des données plus récentes (répartition en UC et fonds euros de février 2025 ainsi que structure des actifs de 2023), nous estimons que la part en actions des nouveaux PER assurantiels est passée à environ 32% (graphique 9). De manière plus générale, environ les deux tiers de cette épargne participent au financement des entreprises si l'on comptabilise la part investie en obligations privées. Au-delà du secteur privé, une part importante de cette épargne participe au financement de l'État : en février 2025, près d'un cinquième des encours étaient investis en obligations souveraines.

**Graphique 9 : Allocations d'actifs des nouveaux PER
assurantiels (02/2025)**

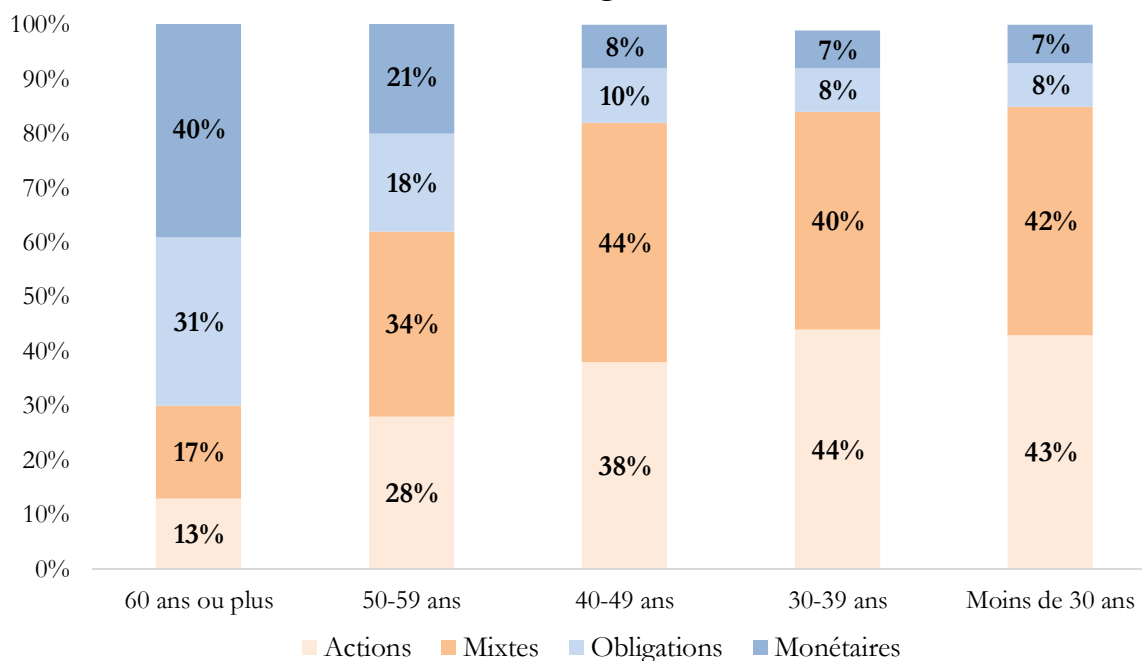


Source : calculs de l'auteur à partir des données de France assureurs, « L'assurance retraite » (2023) & communiqué de presse du 02/2025

L'Association Française de la Gestion d'actifs (AFG) publie annuellement un suivi de l'épargne salariale, incluant l'épargne retraite collective issue de cette dernière. [Leur dernier rapport daté de mars 2025](#) propose un bilan des évolutions de la composition des provisions mathématiques de l'épargne salariale au global, dont on ne peut extrapoler précisément dans quelle mesure la structure est la même pour l'épargne retraite collective, mais fournissant *a minima* un ordre de grandeur pour l'année 2024.

Le rapport met en lumière la forte progression des PER collectifs (PERCO et PERCOL), dont l'encours a augmenté de 14,9 % entre 2023 et 2024. Parallèlement, la gestion pilotée gagne en importance au sein de l'épargne retraite collective, avec une hausse de 18,8 % de l'encours géré sous cette modalité sur la même période (39% de l'encours sous gestion pilotée en 2024). Cette généralisation de la gestion pilotée touche plus particulièrement les jeunes épargnants (âgés de moins de 30 ans). Cette dynamique est d'autant plus bénéfique que la gestion pilotée chez les jeunes épargnants implique une plus forte pondération en actifs risqués. De fait, parmi les moins de 30 ans, 85% des encours sont investis dans des fonds actions et mixtes (graphique 10). Cette part demeure élevée même chez les ménages d'âge intermédiaire, puisque 82 % des encours des 40-49 ans sont également investis dans ces supports.

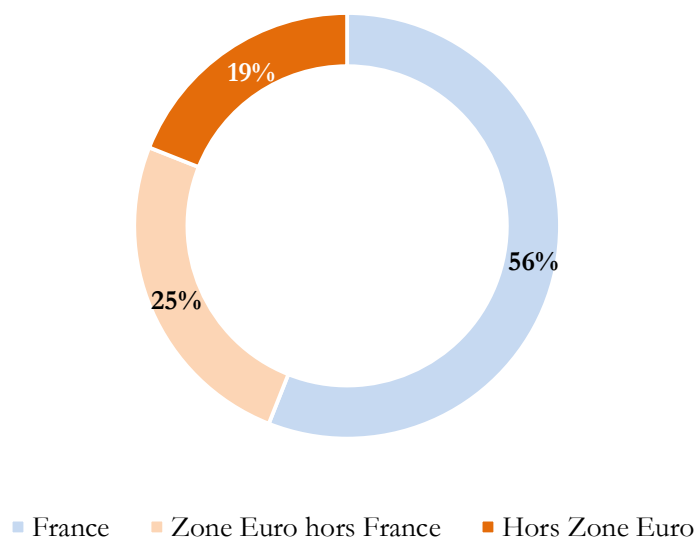
Graphique 10 : Répartition des encours de l'épargne retraite collective selon l'âge en 2024



Source : Association Française de la Gestion financière (AFG), 2025

Le rapport souligne également que les émetteurs d'actifs dans lesquels l'épargne salariale et retraite collective est investie sont majoritairement français. En effet, 65% des actions composant l'épargne salariale et retraite proviennent d'émetteurs français d'après l'AFG. Au global, ce sont 56% des émetteurs qui sont de nationalité française (graphique 11).

Graphique 11 : Nationalité des émetteurs en portefeuille de l'épargne salariale et retraite en 2024



Source : Association Française de la Gestion financière (AFG), 2025

Si ces évolutions récentes sont prometteuses en vue d'une plus grande diversification, l'épargne retraite reste malgré tout un placement globalement sûr qui gagnerait d'après la [Cour des comptes](#) - à la fois en termes de rendement et d'efficacité de financement de l'économie « productive » - à être investie dans des actifs plus à risque. Si la part en produits de fonds propres est en augmentation, ces derniers restent majoritairement composés de titres cotés donc relativement moins productifs puisque participant au financement d'entreprises de taille conséquente.

L'exposé des motifs du projet de loi pour une industrie verte (loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023) observe notamment que seulement 2,5 % de l'encours des PER étaient investis dans des titres de PME ou d'ETI en 2021, part jugée insuffisante et instiguant une nouvelle législation afin de pallier ce manque. Ce chiffre est en forte augmentation depuis, sachant qu'en 2024 la part de titres non-cotés s'élèverait à 6% de l'encours d'après la [Cour des comptes](#). Deux mesures de la loi visent à renforcer l'investissement de l'épargne retraite dans les titres non-cotés, donc dans l'économie « productive » :

- Un élargissement de l'épargne retraite à des fonds qui se veulent plus dynamiques (FPS, FPCI, OFS etc...), souvent placés dans des titres non-cotés finançant donc des PME-ETI ;
- Une mise en place d'une part minimale de titres non cotés et de titres PME-ETI cotés dans la gestion pilotée.

Cette deuxième mesure joue directement sur la part de l'épargne retraite investie dans des actifs non-cotés réputés productifs. L'article L132-5-4 nouvellement introduit dans le Code des assureurs par la loi industrie verte précise que les produits d'épargne retraite « peuvent comprendre une part minimale d'unités de compte fixée par arrêté du ministre chargé de l'économie, constituées de catégories d'organismes de placement collectif principalement investis directement ou indirectement en actifs non cotés ».

L'arrêté du 1er juillet 2024 précise la mise en application de cette part minimale en distinguant trois cas de figure présentant des parts d'actifs non-cotés plus ou moins élevés selon le profil de l'investisseurs - « prudent, équilibré, dynamique ou offensif » - et selon les années séparant de la retraite (tableau 5).

Tableau 5 : Proportion d'actifs non cotés en gestion pilotée pour le PER (source : Arrêté du 1er juillet 2024 modifiant l'arrêté du 7 août 2019)

<i>Années éloignant du départ en retraite</i>	Profil « prudent »	Profil « équilibré »	Profil « dynamique »	Profil « offensif »
20 ans	6%	8%	12%	15%
15 ans	4%	6%	10%	12%
10 ans	2%	5%	7%	9%
5 ans	Pas de minimum	3%	5%	6%

Le profil « prudent » n'impose aucune contrainte spécifique sur les actifs non cotés lorsque l'épargnant est à 5 ans de partir en retraite. Pour des horizons plus lointains (de 10 à 20 ans), des exigences progressives s'appliquent, allant de 2 % à 6 %. Les profils plus exposés au risque - «

équilibré », « dynamique » et « offensif » - sont soumis à des proportions plus importantes en non coté. Pour un horizon de 20 ans, la part minimale atteint 8 % pour les profils « équilibrés », 12 % pour les « dynamiques », et 15 % pour les « offensifs ». Ces seuils décroissent à mesure que la date de départ en retraite approche, traduisant une désensibilisation progressive aux actifs les moins liquides et à risque. À cinq ans de la retraite, ces profils doivent encore maintenir entre 3 % (équilibré) et 6 % (offensif) d'actifs non cotés.

La question de la nature peu risquée des placements et du caractère supposément risquophobe des épargnants français est souvent reprise par la « vulgate financière » pour expliquer ce déficit d'investissement de l'épargne dans des placements risqués. La crise des subprimes jouerait un rôle déterminant en ce sens qu'elle aurait entraîné un basculement vers une « risquophobie » généralisée chez les épargnants. [Arrondel et Masson \(2019\)](#) proposent une critique externe à cette théorie visant à responsabiliser les ménages : à partir de différentes vagues de l'enquête Patêr (2007, 2009 et 2014) les auteurs concluent à une stabilité globale de l'opinion des Français au sujet des risques relatifs aux marchés financiers, et cela malgré la crise de 2008. D'autant plus que selon le collectif de chercheurs [Nous \(2019\)](#), l'épargnant ne joue qu'un rôle restreint - limité au choix du contrat initial - dans la chaîne d'intermédiation des placements. Ce sont, de fait, les gestionnaires d'actifs qui occupent la position la plus dominante au sein de cette chaîne : ce sont eux qui déterminent les orientations des investissements, en imposant leurs logiques de gestion et leurs normes aux autres acteurs du circuit, y compris aux assureurs, reléguant l'épargnant à un rôle largement passif. Ainsi, dans la perspective de réorienter l'épargne vers des actifs jugés plus productifs, les pouvoirs publics apparaissent comme des acteurs clés sur le plan législatif - un rôle qu'ils semblent avoir pleinement intégré.

2. Des recettes fiscales supplémentaires en lien avec la taxation des plus-values

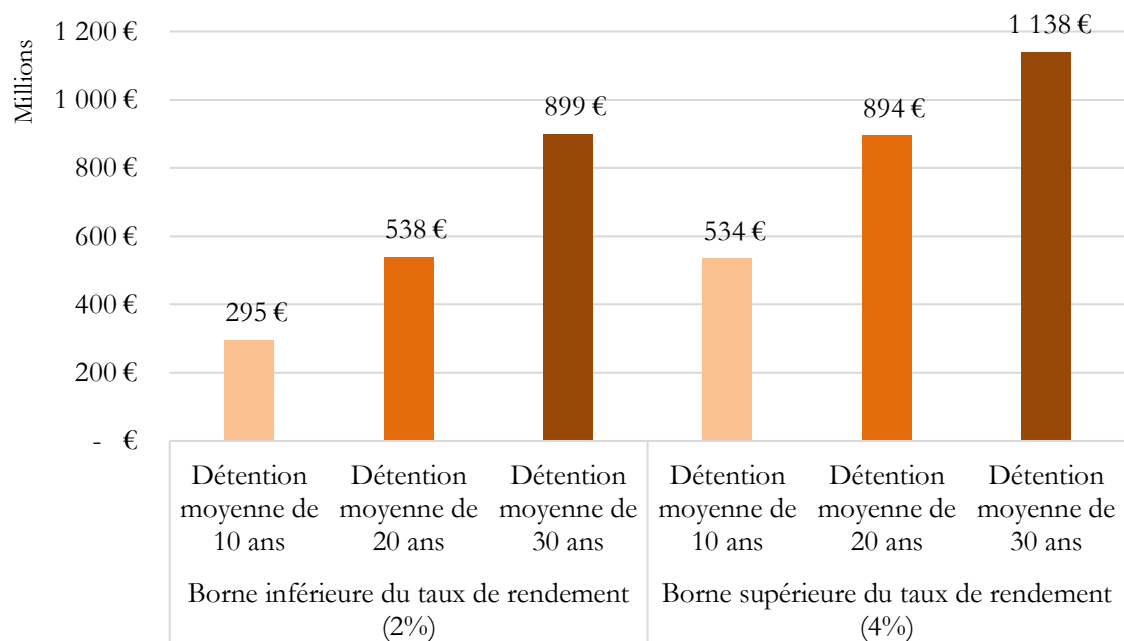
Les montants épargnés produisent des rendements qui ne seraient pas perçus si les fonds n'étaient pas placés. Il y a donc un coût d'opportunité à ne pas favoriser l'épargne retraite : celui des taux de rendement permis par le placement de ces fonds sur les marchés financiers. Comme vu précédemment, si les cotisations ne sont pas taxées dans un premier temps, elles le sont lorsque l'épargne est liquidée ; soit sous forme de rente, soit sous forme de capital. Le montant taxé inclut le capital initialement placé, ainsi que les gains résultant de la fructification de ce dernier sur les marchés.

Par ce mécanisme, une externalité positive - en l'occurrence une augmentation des recettes fiscales - peut être directement associée à l'épargne retraite. Celle-ci découle de la fiscalité appliquée aux gains générés par le placement des fonds sur les marchés financiers.

A partir des données portant sur les prestations de la retraite supplémentaire (sous forme de rente et sous forme de capital) fournies par la Drees via l'enquête Retraite supplémentaire qu'elle produit annuellement, nous estimons les potentielles recettes fiscales tirées des gains de l'épargne retraite (dont la méthodologie détaillée figure dans [l'Annexe B](#)). Le calcul revient à simuler, en partant des prestations versées en 2023, le montant versé qui correspond à une plus-value provenant de la capitalisation à partir d'un calcul actuariel. La valeur est ainsi purement fictive, et dépend des hypothèses de durée de détention et de taux de rendement supposés.

Le graphique 12 fournit l'estimation des potentielles recettes fiscales (fictives) issues de la taxation des plus-values réalisées lors des sorties en capital et des sorties en rente des produits d'épargne retraite en 2023, selon deux hypothèses de rendement (2 % et 4 %) et trois durées moyennes de détention (10, 20 et 30 ans). On observe une croissance des prélèvements avec la durée de détention et le taux de rendement. En supposant que les prestations versées en 2023 ont été capitalisées à 2 % en moyenne pendant 10 ans, alors les recettes fiscales tirées des gains cette même année seraient estimées à **295 M€**, jusqu'à **1,1 Md€** dans le scénario le plus favorable (rendement net de frais de 4 % sur 30 ans). Nous considérons que ce surplus indirect est à prendre en compte dans le chiffrage des dépenses fiscales propres à l'épargne retraite puisqu'il participe à les compenser en partie sous la forme d'une externalité positive.

Graphique 12 : Estimation des prélèvements sur les gains issus de l'épargne retraite
(en 2023, en M€)



Source : à partir des données de sorties en capital et en rente de l'enquête Retraite supplémentaire de la DREES, calculs de l'auteur

3. Au-delà des motifs fiscaux, l'épargne retraite comme un supplément de revenu aux régimes par répartition

Une externalité positive souvent négligée de l'épargne retraite, notamment dans les discussions sur la défiscalisation, tient au fait qu'elle constitue avant tout un complément de revenu pour les retraités. Dans son rapport, la Cour des comptes souligne l'existence d'une corrélation entre un faible taux de remplacement et la détention d'épargne retraite. Elle explique cette corrélation par un comportement de précaution de la part des ménages les plus aisés, qui cherchent à compenser la baisse de leur revenu disponible au moment de la retraite via un supplément de revenu provenant de l'épargne retraite. **Dans cette même perspective, nous montrons via [l'enquête Patrimoine de l'Insee](#) que les ménages propriétaires d'épargne retraite (tous types de contrats confondus) présentent un niveau de vie significativement supérieur à ceux n'en possédant pas**, et cela pour les épargnants touchant une retraite de niveau « faible à intermédiaire » ou « élevée ». Pour obtenir ce résultat, nous nous appuyons sur deux modèles de régression par moindres carrés ordinaires. Dans le premier, il s'agit d'étudier l'effet de la détention d'épargne retraite sur le niveau de vie des ménages caractérisés par un niveau de retraite « faible à intermédiaire » (ménages qui se situent entre le premier et le troisième quartile de retraite) ; dans le second sur un niveau de retraite « élevé » (ménages compris entre le troisième quartile et le 9^{ème} décile de retraite). La variable explicative principale est la détention d'une épargne retraite, avec la modalité « Non » comme catégorie de référence. Nous introduisons par ailleurs plusieurs variables de contrôle : l'âge, le sexe, le niveau de diplôme, l'ancienne catégorie socioprofessionnelle (CSP) de la personne de référence du ménage ainsi que le type de ménage (personne seule, famille monoparentale, couple etc...) et son montant de retraite.

Encadré 2 : l'enquête Patrimoine de l'Insee

L'enquête « Histoire de Vie et Patrimoine » (HVP) produite par l'Insee vise à décrire le patrimoine des ménages français (biens immobiliers, financiers, professionnels) ainsi que leur endettement. Réalisée pour la première fois en 1986, elle s'est institutionnalisée depuis 2014 avec une périodicité triennale, incluant des volets longitudinaux par la réinterrogation d'un panel de ménages sur neuf ans. Elle s'enrichit également d'enquêtes intermédiaires plus succinctes entre les vagues principales.

Depuis 2010, l'enquête s'inscrit dans un cadre européen, notamment via le partenariat avec la Banque de France pour alimenter le *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) coordonné par la BCE. Elle mobilise de nombreux acteurs - institutions publiques, chercheurs et experts - pour la conception des questionnaires, la validation des données et leur exploitation. Le suréchantillonnage des hauts patrimoines et l'inclusion des DOM (hors Mayotte) visent à améliorer la représentativité et la comparabilité des résultats.

La présente étude fera usage de deux des bases de données fournies par l'enquête portant sur les individus et les ménages, certaines variables étant disponibles exclusivement pour l'une et l'autre.

La collecte de la vague 2021 s'est déroulée post-loi Pacte, du 28/09/2020 au 20/03/2021 en France métropolitaine. Il est important de noter que nous nous focaliserons sur les comportements de détention de contrat d'épargne retraite et non sur les montants d'épargne retraite détenus.

Pour les ménages présentant un niveau de retraite élevé, détenir de l'épargne retraite augmente en moyenne le niveau de vie annuel d'environ 20 150 € toute chose égale par ailleurs (significatif avec un risque d'erreur de 5% ; $p\text{-val} = 0,014$). Cela représente une hausse mensuelle du niveau de vie du ménage d'environ 1 680 € en comparaison aux non-propriétaires.

On observe un effet similaire de la détention d'épargne retraite sur le niveau de vie perçu par les ménages disposant de revenus de retraite intermédiaires, bien que cet effet soit plus modeste. Le niveau de vie moyen annuel est réhaussé de 5 000 € par an (avec 5% de risque d'erreur ; $p\text{-val} = 0,012$). L'estimation du même modèle sur les ménages percevant les retraites les plus faibles (c'est-à-dire ceux situés en dessous du premier quartile de pension) montre que la détention d'épargne retraite n'a aucun effet significatif sur leur niveau de vie ($p\text{-val} > 0,1$)¹⁵. Ce constat confirme que l'épargne retraite demeure un instrument principalement mobilisé par les ménages aisés, tant en ce qui concerne la détention elle-même que les montants investis, logiquement plus élevés chez les ménages les plus riches. Il est donc cohérent que son impact sur le niveau de vie soit plus limité pour les retraités « intermédiaires », voire inexistant chez les plus pauvres.

¹⁵ Si la non-significativité peut traduire une réalité socio-économique, à savoir l'inefficacité de l'épargne retraite pour les ménages les plus modestes, elle peut également résulter d'un biais statistique lié au très faible taux de détention de ce type d'épargne chez ces mêmes ménages, ce qui limiterait la significativité du résultat pour des raisons purement méthodologiques.

Il demeure néanmoins pertinent de souligner que l'épargne retraite contribue à accroître les ressources disponibles à la retraite pour les ménages qui en détiennent, dans un contexte marqué par une diminution progressive du taux de remplacement¹⁶ et par une pression accrue sur le système par répartition liée au vieillissement démographique. La Chaire TDTE recommandait déjà une cotisation de 3% par an du revenu des ménages vers de l'épargne retraite, cela afin d'amortir la tendance haussière des dépenses de retraite et de garantir un supplément de revenu pour les ménages ([Desbonnets & Weitzenblum, 2018](#)). En effet, les résultats du modèle de cycle de vie indiquent qu'une telle mesure permettrait de réduire de moitié la baisse anticipée des pensions, voire de préserver un niveau de vie des retraités équivalent à celui des actifs, à condition que l'âge de départ à la retraite se stabilise autour de 64 à 65 ans.

¹⁶ Senghor, H. (2015), « Le taux de remplacement du salaire par la retraite diminue au fil des générations » Études et Résultats, 926. Direction de la Recherche, des Études, de l'Évaluation et des Statistiques (DREES).

IV. Assurer la viabilité des mécanismes actuels d'incitation à l'épargne retraite

L'efficacité des incitations à l'épargne retraite, au-delà de la mobilisation de l'épargne des plus riches, dépend également de leur capacité à répondre à des objectifs de diffusion et de performance pour les épargnants. Cette dernière partie explore la nécessité d'un meilleur ciblage des dispositifs incitatifs, notamment en direction des ménages modestes, et souligne l'importance du niveau des frais dans la soutenabilité du modèle actuel.

1. La nécessité de garantir une démocratisation de l'épargne retraite grâce à des dispositifs dédiés

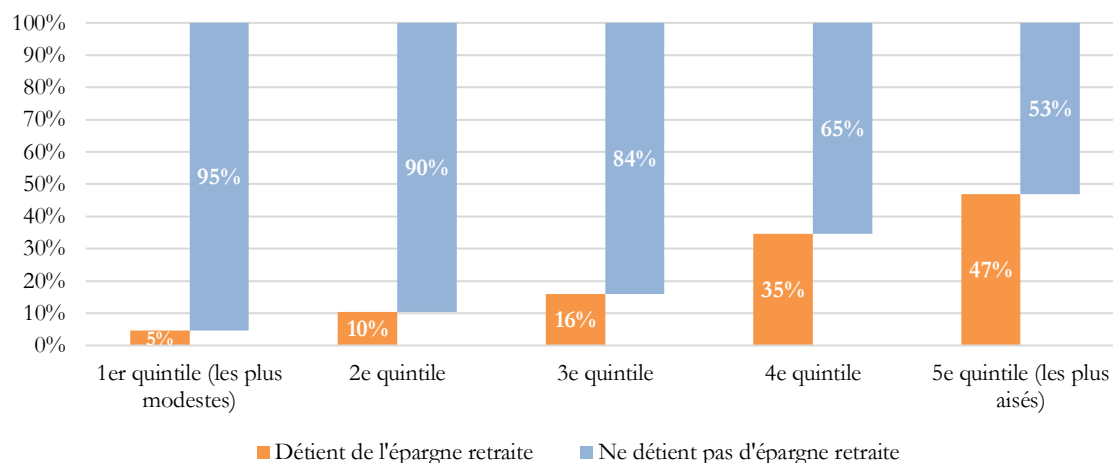
a. L'épargne retraite : un placement de ménage aisé ...

L'efficacité des dispositifs incitatifs repose également sur leur capacité à favoriser une diffusion plus large de ce type d'épargne au sein des différentes catégories socio-économiques. L'un des principaux reproches adressés à ces derniers est qu'ils bénéficieraient avant tout aux ménages les plus aisés, de fait incitant à épargner des foyers déjà fortement enclins à le faire.

Dans cette section, nous mobilisons des outils de statistiques descriptives et inférentielles afin de caractériser les comportements de détention d'épargne retraite selon les profils socio-démographiques. Cette analyse s'appuie sur les données de l'enquête Patrimoine de l'Insee (2021), dans une démarche similaire de celle adoptée par [Brun-Schammé et Duée \(2008\)](#).

On constate une forte corrélation entre le niveau de revenu et la détention d'un contrat d'épargne retraite. En France, seuls 4,6 % des ménages appartenant au premier quintile de revenu (les 20 % les plus pauvres) disposent d'une épargne retraite (graphique 13). À l'inverse, ce taux atteint 47 % parmi les 20 % les plus riches.

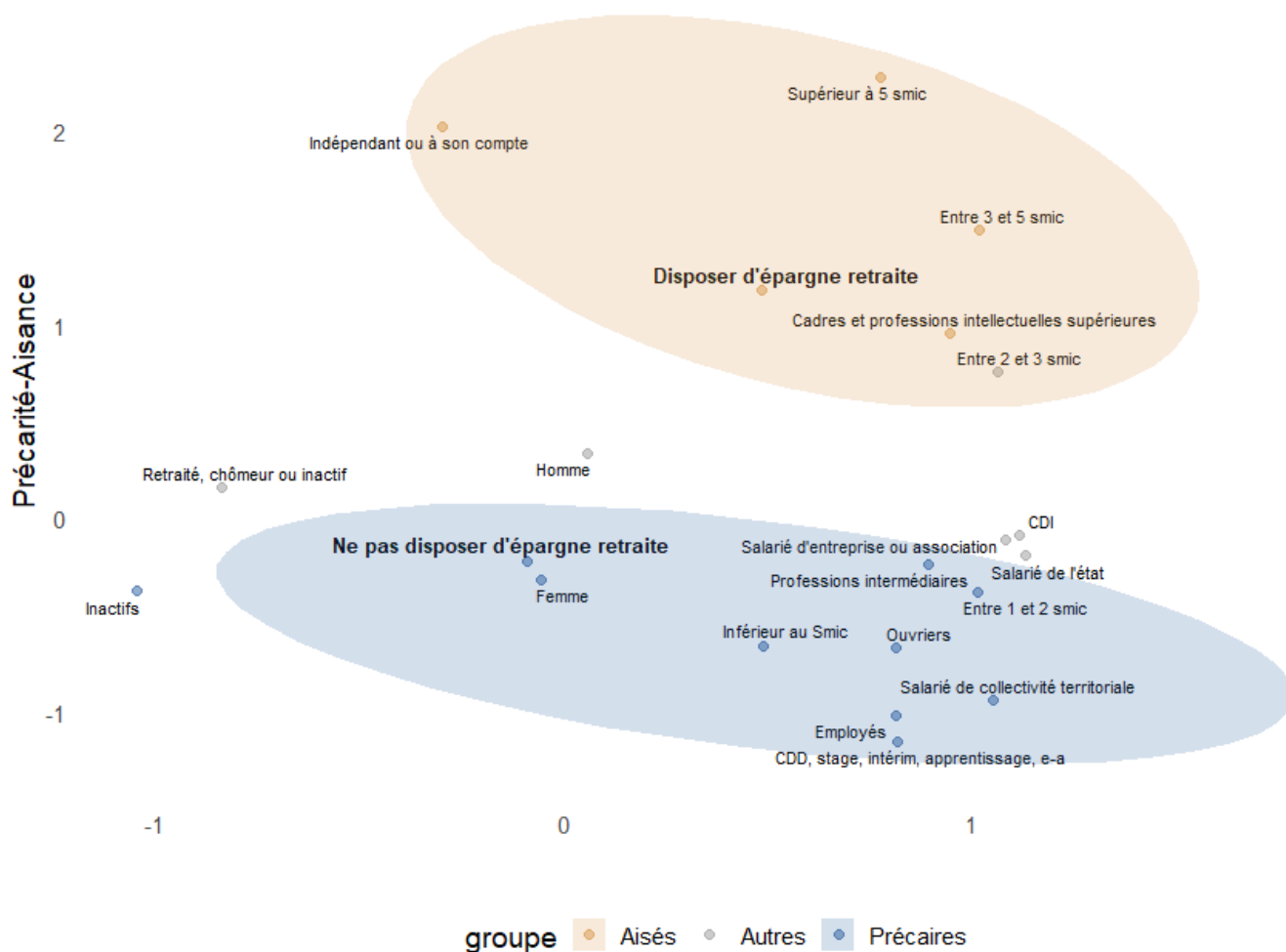
Graphique 13 : Détention de contrat d'épargne retraite selon les quintiles de revenu disponible
(en France en 2021, en %)



Source : produit à partir de l'enquête Patrimoine de l'Insee (2021). Champ : ménages français en 2021

L'analyse en composantes multiples (ACM) présentée ci-dessous projetée, sur deux axes principaux, plusieurs variables : la détention d'épargne, le sexe, le type de contrat de travail (CDD, CDI, intérim, etc.), la catégorie socio-professionnelle, le niveau de salaire ainsi que le statut de l'emploi

Hiéarchies sociales dans l'accès à l'épargne retraite



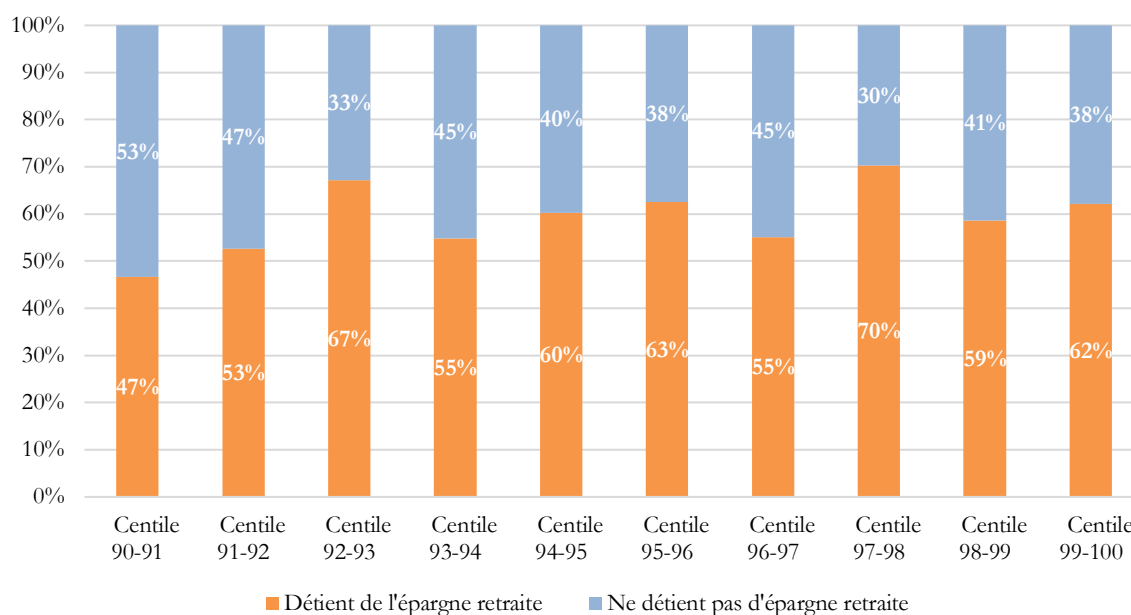
Cette analyse factorielle met en évidence une opposition marquée sur le deuxième axe (axe vertical), entre deux groupes : en haut de l'espace factoriel, les individus les plus favorisés économiquement, et en bas, les individus les plus précaires. La détention d'une épargne retraite s'inscrit dans le profil des individus appartenant à la partie supérieure du graphique. Ces derniers se caractérisent par un salaire élevé (au-dessus de 2 SMIC, voire plus de 5 SMIC) et une probable appartenance à la catégorie des cadres et des indépendants. À ce titre, la modalité « Disposer d'épargne retraite » contribue très fortement à la formation de la dimension verticale (contribution de 11 sur l'axe 2, soit la troisième plus importante sur cette axe).

À l'opposé, on retrouve dans la partie inférieure des personnes aux revenus modestes, souvent des femmes, majoritairement des employées ou des ouvrières en CDD, et qui sont significativement moins nombreuses à posséder une épargne retraite. De manière générale, l'analyse met ainsi en lumière une corrélation claire entre position socio-économique élevée et détention d'épargne retraite. À l'inverse, les individus les plus précaires apparaissent comme largement exclus de ce dispositif.

b. ...dont les très riches bénéficient d'une importante partie des dépenses fiscales.

Il convient néanmoins de nuancer cette analyse en distinguant les classes moyennes supérieures et aisées (environ les 70 % à 99 % les plus riches) des très hauts niveaux de revenus (top 1 %), une distinction que l'analyse des correspondances multiples, dans sa forme actuelle, ne permet pas de faire, alors même qu'elle est essentielle pour identifier les bénéficiaires des dépenses fiscales. La suite de l'analyse se concentre donc plus précisément sur la catégorie des 10 % les plus riches en termes de revenu et de patrimoine afin d'étudier leur rapport à l'épargne retraite.

Graphique 14 : Détention de contrat d'épargne retraite parmi le top 10% de centiles de revenu disponible
(en France en 2021, en %)



Source : produit à partir de l'enquête Patrimoine de l'Insee (2021). Champ : ménages français en 2021

Comme abordé précédemment, les ménages aisés tendent globalement à détenir un contrat d'épargne retraite, et cette tendance se vérifie particulièrement pour les plus fortunés d'entre eux. La probabilité de détention apparaît croissante du niveau de revenu. Ainsi, parmi les ménages appartenant au 90^{ème} centile de revenu disponible (soit les 90 % à 91 % les plus riches), 47 % déclarent posséder une épargne retraite (graphique 14). Cette proportion passe à 70 % pour le 97^{ème} centile, et 62% pour les ménages du top 1 % (99^{ème} centile). Ces taux sont largement supérieurs à ceux observés dans l'ensemble de la population où seuls environ 15 % des ménages détiennent une épargne retraite.

Afin d'examiner plus précisément l'effet de la richesse sur la détention d'une épargne retraite et cela indépendamment de certaines variables individuelles, nous estimons un modèle de régression logistique. Celui-ci évalue l'impact d'un niveau de patrimoine très élevé (appartenance au top 1 %) sur la probabilité de détenir un contrat d'épargne retraite, en contrôlant les effets du sexe, de la catégorie socioprofessionnelle (CSP), du niveau de diplôme et de l'âge de la personne de référence du ménage.

Tableau 6 : Logit sur la détention de contrat d'épargne retraite selon le patrimoine, l'âge, le sexe, la CSP et le diplôme de la personne de référence du ménage

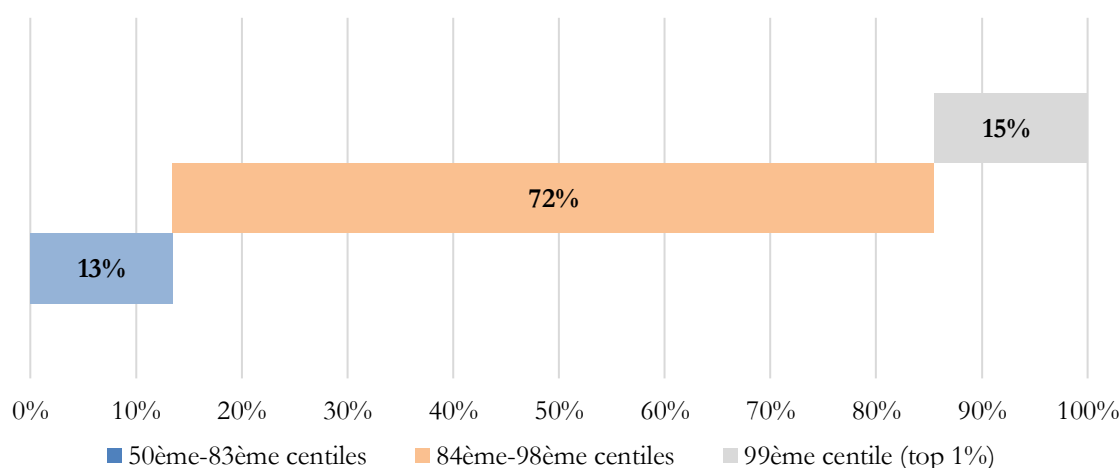
Variables	Modalités	Coefficients	Odd-ratio
Patrimoine	Ref : Supérieur (90 ^e -98 ^e centiles)	-	-
	Top 1% (99 ^e centile)	-0,55**	0,58
	Moyen-supérieur (50 ^e -89 ^e centiles)	-0,82**	0,44
	Inférieur (1 ^{er} -49 ^e centiles)	-1,79***	0,17
Âge	Ref : 30-44 ans	-	-
	< 30 ans	-0,94***	0,39
	45-59 ans	0,27***	1,31
	60-74 ans	0,04(n.s)	1,04
	> 75 ans	-0,39***	0,68
Sexe	Ref : Homme	-	-
	Femme	-0,2***	0,82
CSP	Ref : Professions intermédiaires	-	-
	Agriculteurs	-0,02(n.s)	0,98
	Artisans, commerçants, chefs d'entreprise	0,20(n.s)	1,22
	Cadres et professions intellectuelles supérieures	0,27***	1,31
	Employés	-0,39***	0,68
	Inactifs hors retraités	-1,44***	0,24
	Ouvriers	-0,33**	0,72
	Retraités	-0,71***	0,49
Diplôme	Ref : Aucun diplôme	-	-
	Bac +2	0,95***	2,59
	Bac +3 / Licence	0,61***	1,83
	Bac +5 et plus	0,97***	2,63
	Baccalauréat	0,73***	2,07
	Diplôme inférieur au bac	0,49***	1,64

*** = significatif à 1% de risque d'erreur ; ** = à 5% ; * = à 10%

Appartenir à la première moitié de la population en termes de patrimoine plutôt qu'au top 10% **diminue de 83% la probabilité de détenir de l'épargne retraite** (significatif avec un risque d'erreur de 1%, tableau 6). Le modèle indique par ailleurs qu'au sein du décile supérieur, faire partie du top 1 % plutôt que du top 10% réduit la probabilité de détenir un produit d'épargne retraite de 42 % ($p\text{-val} = 0,016$). Autrement dit, si l'épargne retraite apparaît comme un placement typique des ménages aisés, elle ne semble pas constituer une priorité pour la frange la plus favorisée, ni pour la moins dotée en termes de patrimoine.

En revanche, au regard des dépenses fiscales, à partir des données tirées des liasses fiscales analysées par la Cour des Comptes, on observe que 52,9 M€ sur les 365,2 M€ (14,5%) du manque à gagner lié à un différentiel de TMI bénéficient aux top 1% des contribuables¹⁷. L'essentiel de ce poste de dépense fiscale revient aux ménages soumis à un TMI de 30%, soit aux 15% les plus riches (top 1% exclus, soit environ du 84^{ème} au 98^{ème} percentile inclus) : ces derniers concentrent 263,1 millions de dépenses fiscales provenant du différentiel de TMI, soit environ 72% du montant total. Plus globalement, **le top 16% des contribuables concentre près de 87% des dépenses fiscales** du différentiel de TMI d'après nos estimations (graphique 15).

Graphique 15 : Parts des dépenses de différentiel de TMI attribuables aux centiles de contribuables en 2022



Source : calculs de l'auteur à partir du chiffrage de la Cour des comptes et des données de la DGFIP

Ces estimations ne concernent que le poste de dépense lié au différentiel de TMI (365 M€ sur 1,8 Md€). Si l'on se penche sur le reste des dépenses fiscales, à partir des calculs de la Cour des comptes, on constate qu'environ 15,3% des montants cotisés en 2022 l'ont été par des épargnants soumis à 41% et 45% de TMI. Les individus imposés aux seuils de TMI de 30% et plus, soit le top 16% des contribuables (84^{ème} au 99^{ème} percentile) participent pour près de 66% des cotisations à l'épargne retraite. Sans pouvoir extrapoler la part des dépenses au global qui leur bénéficie, on peut supposer que cette dernière est particulièrement conséquente au regard du poste de dépense précédemment détaillé et de la part des montants cotisés.

¹⁷ Pour établir cette estimation, nous nous appuyons sur les données de la Cour des comptes, qui évaluent la répartition des dépenses fiscales selon le taux marginal d'imposition (TMI) des contribuables. Les 53 M€ en question bénéficient aux foyers imposés aux taux de 41 % et 45 %. D'après les données de la DGFIP pour l'année 2022, 421 035 contribuables relevaient d'un TMI de 41 %, et 60 888 d'un TMI de 45 %. Ces deux catégories rassemblent ainsi environ 1,2 % des contribuables, qu'on approxime ainsi au top 1%.

D'une manière plus générale, le mécanisme actuel de défiscalisation profite ainsi essentiellement aux classes supérieures, en laissant de côté une grande partie de la population. Pourtant, les incertitudes qui pèsent sur l'avenir du système de retraite par répartition concernent d'autant plus les ménages modestes, qui ne disposent pas des ressources nécessaires pour constituer une épargne de précaution sans un appui public. Or, les incitations actuelles ciblent par définition les ménages imposables à l'impôt sur le revenu, excluant *de facto* les plus modestes.

Dans cette perspective, il serait pertinent de s'inspirer du système allemand d'épargne retraite individuelle, en particulier des contrats Riester mis en place outre-Rhin. **Ces derniers associent des défiscalisations pour les plus aisés à des subventions directes pour les ménages modestes.** Bien que cette approche n'ait pas permis une démocratisation parfaite de l'épargne retraite, elle a produit des effets notables¹⁸ : 13 % des 20 % les plus pauvres en Allemagne sont titulaires d'un contrat Riester contre seulement 4,6 % des ménages du premier quintile de revenu en France propriétaires d'épargne retraite selon l'enquête Patrimoine de l'Insee (2021). Ce chiffre français inclut pourtant toutes les formes d'épargne retraite, collectives ou individuelles, pré et post-loi Pacte.

Comme souligné par [Börsch-Supan \(2004\)](#) - pourtant critique des incitations à l'épargne retraite - ce mécanisme de subvention a eu un effet positif sur la détention d'épargne retraite chez les plus précaires. Le dispositif allemand prévoit notamment :

- Une aide de base de 175 € par an,
- Un complément de 185 € ou 300 € par enfant selon l'année de naissance,
- Un bonus de 200 € pour les jeunes de moins de 25 ans à l'ouverture du contrat.

Mettre en place un mécanisme similaire pour les nouveaux Plans d'Épargne Retraite (PER) créés par la loi Pacte pourrait permettre de renforcer leur accessibilité et d'encourager leur adoption au sein de la population, au-delà des seuls ménages aisés. Dans ce sens, l'OCDE souligne que les incitations non fiscales se révèlent globalement efficaces pour accroître la détention d'épargne retraite et les montants qui y sont cotisés, en particulier parmi les ménages aux revenus les plus modestes (voir partie II.2.)¹⁹.

¹⁸ Au-delà des subventions qui favorisent la diffusion de l'épargne retraite auprès des publics les plus modestes, il convient de rappeler que les comparaisons internationales demeurent fragiles : les écarts observés reflètent probablement une combinaison de facteurs, liés notamment aux comportements d'épargne et aux contextes socio-démographiques propres aux deux pays.

¹⁹ OCDE (2018), "Financial incentives and retirement savings", p.78, OECD Publishing,

2. Faire des frais de gestion un levier de performance et de soutien à l'épargne retraite

Les frais relatifs à l'épargne retraite sont jugés très élevés ainsi que non transparents par la littérature, les frais finaux additionnés n'étant que très rarement renseignés²⁰. Les frais d'un plan d'épargne retraite sont prélevés schématiquement sous trois formes : sous la forme de **frais de versements** (frais prélevés sur chaque euro cotisé dans le plan), de **frais de gestion** (frais proportionnels au capital détenu qui sont prélevés à la fois par le distributeur du plan et par le gestionnaire des fonds) et de **frais d'arrérage** (frais prélevés sur chaque versement de la rente). **Il est impératif que les frais demeurent contenus afin de justifier les avantages fiscaux associés à l'épargne retraite.** À défaut, cela reviendrait à constater que la dépense fiscale bénéficie principalement aux sociétés de gestion et aux distributeurs, alors même qu'ils ne constituent pas la cible visée par ces dispositifs incitatifs.

Pour estimer le poids de ces frais dans le total du capital accumulé, nous procédons à une analyse en micro-simulation, à l'instar de [Mulder, De Khoo et Zettelmeyer \(2022\)](#) qui s'intéressent aux cas allemands du Rürup et du Riester. Notre analyse se base sur trois scénarii, cela afin de rendre compte du poids des frais dans le capital total accumulé. Dans les trois scénarii, nous retenons le cas-type d'un épargnant ouvrant son contrat à 34 ans et partant à la retraite à 64 ans. Il est supposé que l'entièreté du capital soit liquidée en rente. Nous retenons un âge de décès de l'épargnant à 88 ans, soit 24 années de perception de rente²¹. Nous sélectionnons un taux de revalorisation annuel de la rente arbitraire de 2% ainsi qu'un taux technique²² de 1%. Il est supposé un revenu annuel imposable de 36 000€ (3000€ par mois) et un placement mensuel de 50 € (entièrement défiscalisé) qui reste constant sur la période de 30 ans de cotisations sur son PER. Une hypothèse de niveaux de frais est retenue pour chaque cas : le premier retient des frais élevés, le second des frais moyens et le troisième des frais faibles, cela permettant d'évaluer la sensibilité du capital final à leur variation. L'épargne est supposée placée sous gestion pilotée, avec une allocation évolutive selon l'horizon de placement entraînant une performance décroissante dans le temps. La méthodologie détaillée se trouve en [Annexe D](#).

²⁰ La nature et le niveau de frais varie beaucoup selon les options choisies lors de la mise en place du contrat. Il serait ainsi complexe - si ce n'est en pratique impossible - de fournir un taux global de frais, qui varie nécessairement au cas par cas.

²¹ A partir de la table de mortalité par génération en France fournie par l'Insee, l'espérance de vie à 64 ans est d'environ 22,1 ans pour les hommes et 25,5 ans pour les femmes en 2022. En appliquant une pondération de 60 % pour les hommes et 40 % pour les femmes, afin de refléter la structure genrée des portefeuilles de PER, l'espérance de vie moyenne obtenue s'établit à 23,5 ans.

²² Le taux technique est un taux d'intérêt théorique garanti par l'assureur. Il suppose que l'argent non encore versé (le capital restant) va continuer à capitaliser chaque année pendant la phase de paiement de la rente. Un taux plus élevé implique une rente initiale importante, mais cela se fait au coût d'une revalorisation plus faible dans le temps.

Encadré 3 : Méthodologie de calcul du taux de conversion du capital en rente

Nous faisons usage de la formule suivante concernant le calcul du coefficient de conversion, ce dernier permettant d'obtenir le taux de conversion du capital accumulé en rente :

$$a_x(i) = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{l_{x+k}}{l_x} \cdot \frac{1}{(1+i)^k}$$

Avec :

- $a_x(i)$: coefficient de conversion du capital en rente viagère à l'âge x (ici 64 ans) au taux technique i ;
- l_{x+k} : nombre de survivants à l'âge $x+k$ (selon la table de mortalité utilisée, ici TGHF05) ;
- l_x : nombre de survivants à l'âge x ;
- $\frac{l_{x+k}}{l_x} = {}^k p_x$: probabilité de survie de x à $x+k$;
- $\frac{1}{(1+i)^k}$: facteur d'actualisation

Et sa version simplifiée :

$$a_x(i) = \sum_{k=1}^{\omega-x} \frac{{}^k p_x}{(1+i)^k}$$

Avec :

- ω : âge limite de la table de mortalité (ici 120 ans) ;

Le taux de conversion s'obtient comme l'inverse du coefficient de conversion :

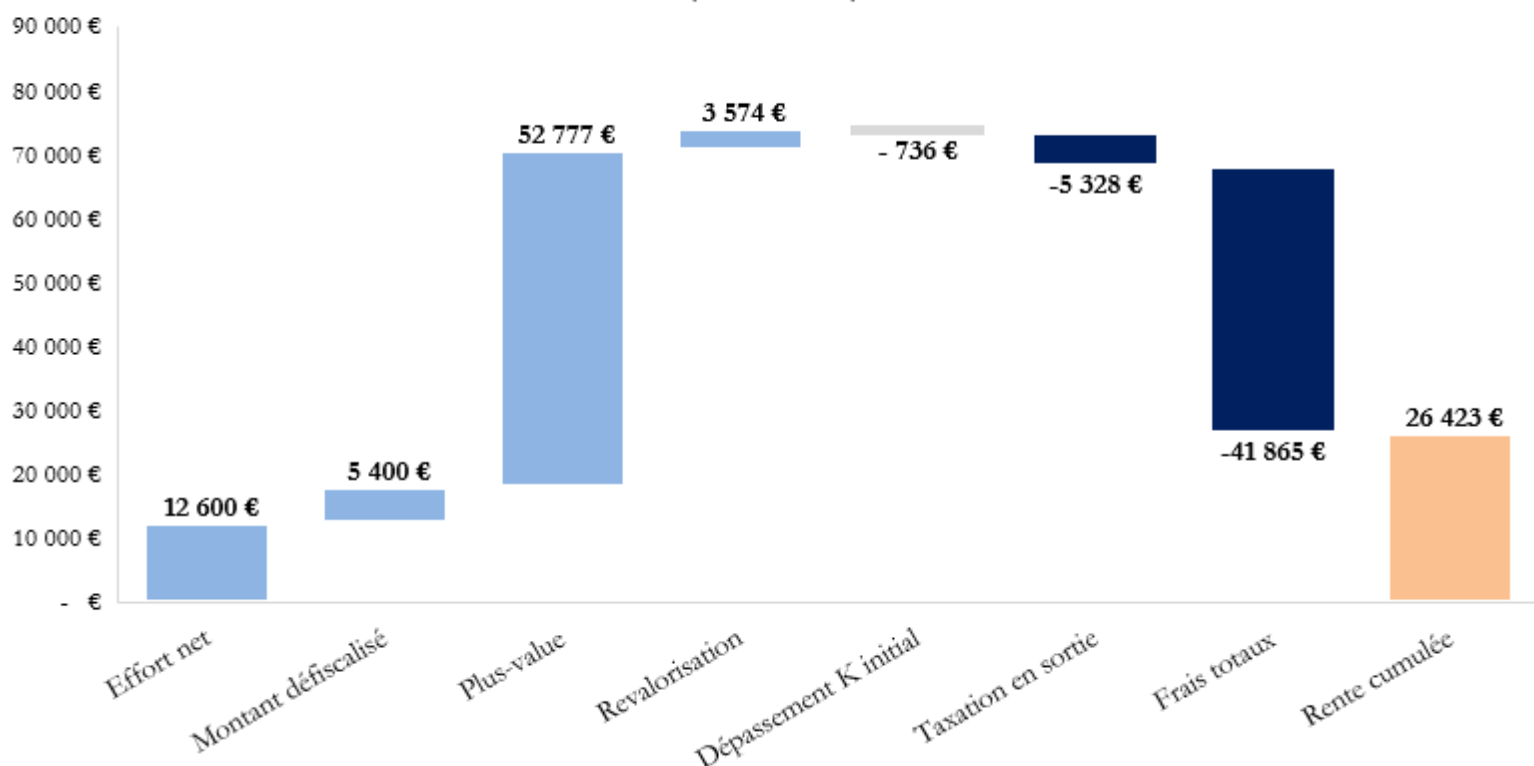
$$\text{Taux de conversion} = \frac{1}{a_x}$$

Le taux de conversion obtenu à partir de la TGHF05²³ pour la génération 1961 (départ à la retraite à 64 ans en 2025) pour un taux technique de 1% est de **4,06%**.

²³ [Masson \(2016\)](#) souligne le caractère défavorable de l'utilisation de la table de mortalité TG05 pour certains profils d'épargnants. En effet, cette table repose sur une espérance de vie moyenne unique, ce qui pénalise les individus dont la longévité est statistiquement inférieure — notamment les personnes aux revenus modestes ou ayant exercé des métiers pénibles. Cette uniformisation conduit à une dilution du montant de la rente, puisque le capital est réparti sur une durée de vie supposée plus longue que celle réellement attendue pour ces populations. En conséquence, les épargnants les plus fragiles perçoivent une rente inférieure à ce qu'elle pourrait être. Afin de corriger ce biais, l'auteur propose d'ajuster le montant de la rente en fonction de bulletins de santé individuels attestant de conditions de santé ou de pénibilités particulières.

Notre premier cas-type (graphique 16) retient les frais les plus élevés pratiqués sur le marché (5% de frais de versement, 4,2% de frais de gestion et 3% de frais d'arrérage). A ce niveau de frais élevé, **ces derniers représentent plus de la moitié du capital accumulé** (56%). Le montant des frais prélevés sur l'entière durée du cycle de vie dépasse largement (1,6 fois supérieur) le montant de rente touché par l'épargnant sur les 24 années de liquidation. On estime un gain pour l'épargnant sur les 54 ans de détention - provenant à la fois du différentiel de TMI, du rendement sur le capital placé et des revalorisations de la rente - **8 495€²⁴** de l'ouverture à la liquidation totale du contrat²⁵.

Graphique 16 : Décomposition d'un PER individuel par cas-type
(frais élevés)

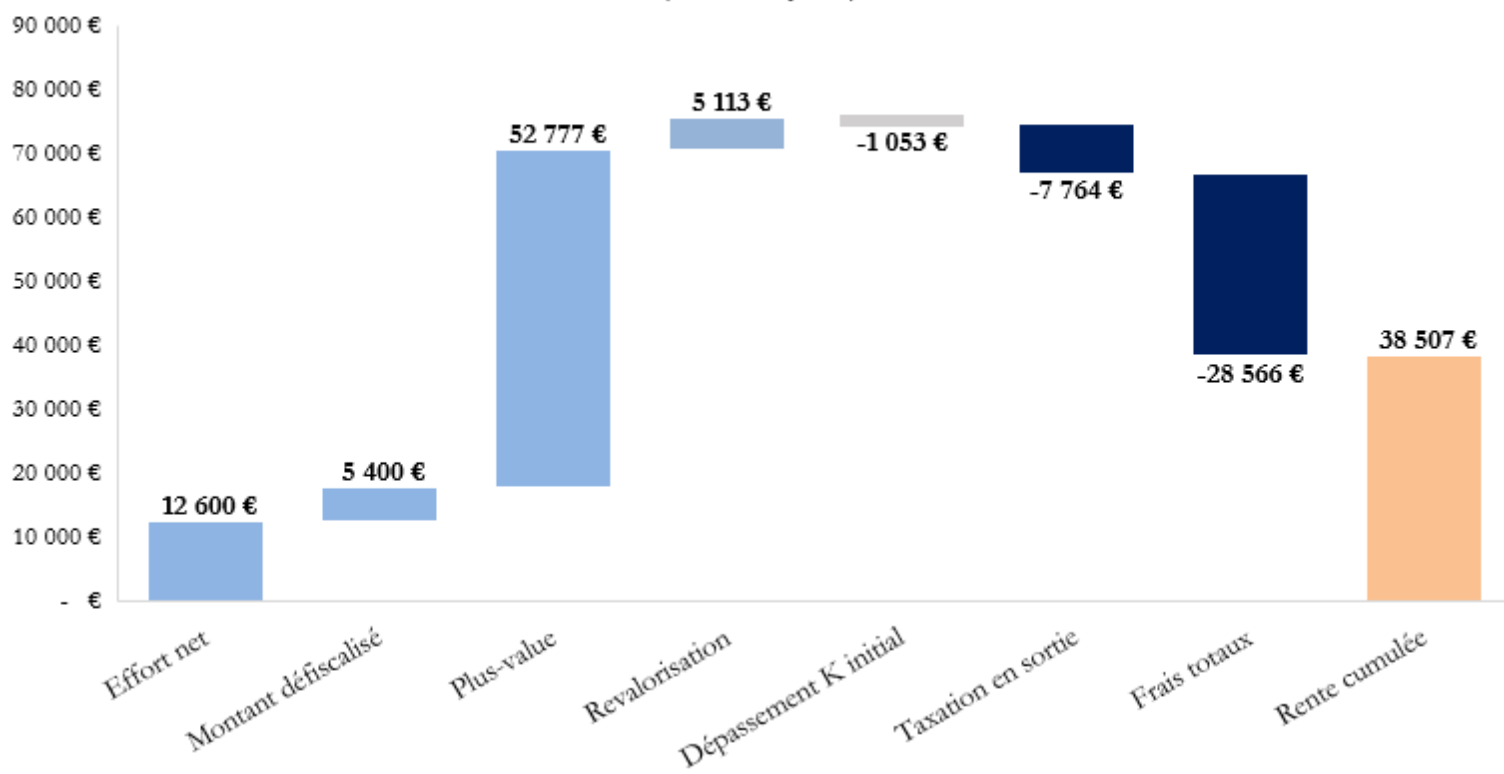


²⁴ Le gain est obtenu en soustrayant le montant net investi ainsi que la taxation en sortie à la rente nette cumulée et au montant défiscalisé. On obtient dans notre premier cas $26\,453 + 5\,400 - 18\,000 - 5\,328 = 8\,495\text{€}$

²⁵ Le poste « dépassement du capital initial » correspond à l'écart entre, d'une part, la somme des rentes nettes revalorisées perçues par l'épargnant, et, d'autre part, le cumul du capital constitué pendant les 30 années de cotisation auquel on soustrait le total des revalorisations appliquées sur 24 années de liquidation. Il s'agit d'un gain pour l'épargnant qui ne résulte ni des avantages fiscaux, ni des plus-values, ni des revalorisations, mais exclusivement de sa longévité : plus son espérance de vie est élevée, plus ce gain est important. Bien que ce poste représente un surplus pour l'épargnant, il est déjà intégré dans le montant total des rentes nettes cumulées : il convient donc de le soustraire pour garantir l'équilibre du graphique.

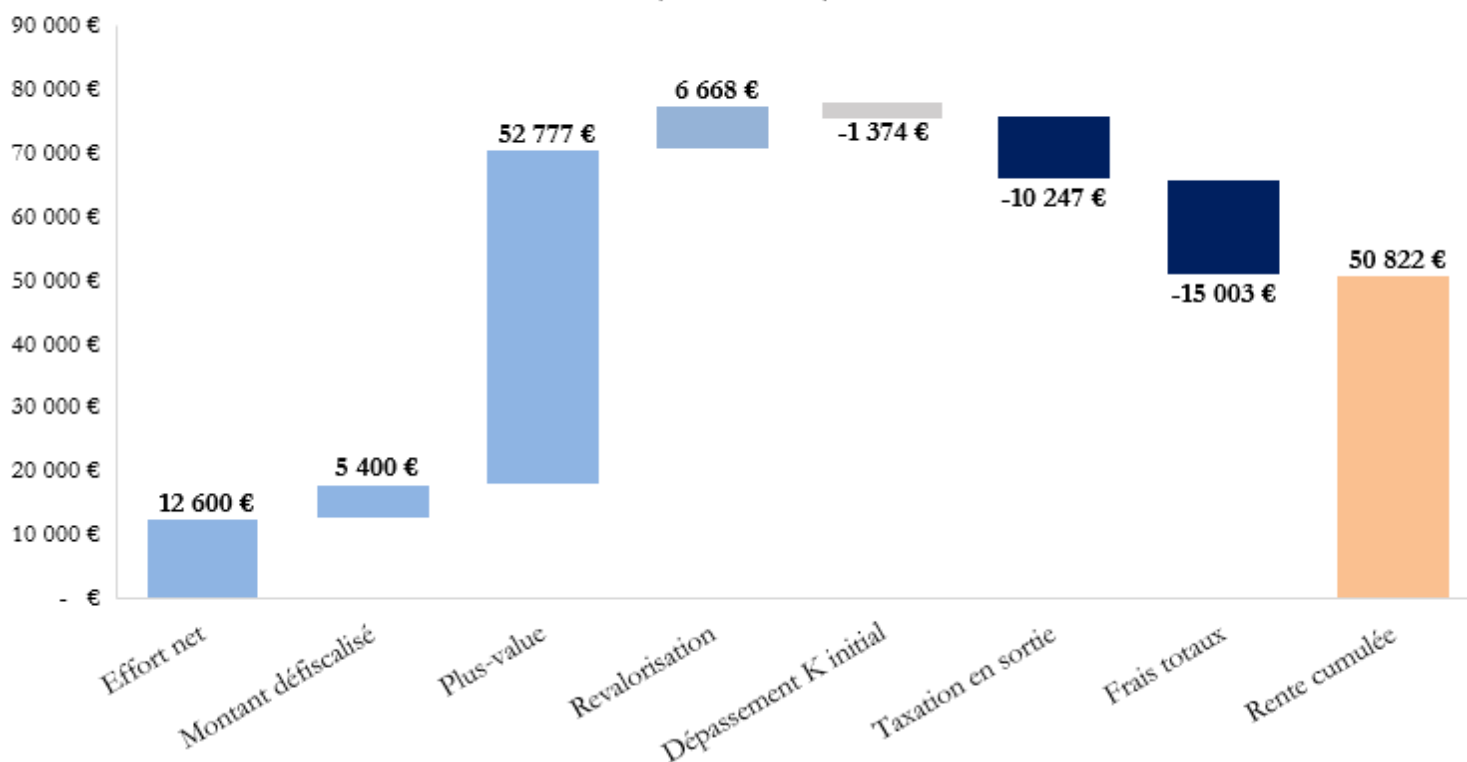
Concernant le scénario retenant des niveaux de frais moyens pratiqués par les distributeurs (3,18% de frais de versement, 2,4% de frais de gestion et 1,18% de frais d'arrérage) nos calculs révèlent qu'environ 28 600€ du capital accumulé est prélevé sous forme de frais (graphique 17). Cela représente **plus du tiers (38%) de ce dernier**. La rente cumulée dans ce cas de figure excède le montant des frais prélevés, mais le différentiel reste assez faiblement à l'avantage de l'épargnant. Le gain final touché par ce dernier est de **18 143€** sur près de 54 ans de détention de contrat.

Graphique 17 : Décomposition d'un PER individuel par cas-type
(frais moyens)



Finalement, pour des frais qualifiés de « faibles » (graphique 18), ces derniers ne s'élèvent qu'à 15 000€ soit environ un cinquième (21%) du capital total accumulé. Le gain final augmente en conséquence et atteint **28 000€** soit plus de trois fois celui du scénario avec frais élevés et 1,5 fois celui avec frais moyens. De ce fait, la question des frais revêt une importance centrale, tant pour les distributeurs et les sociétés de gestion - qui peuvent en faire un levier d'optimisation de la performance - que pour l'épargnant, dont le gain final dépend largement du niveau de frais appliqué.

Graphique 18 : Décomposition d'un PER individuel par cas-type
(frais faibles)



L'analyse en micro-simulation met également en évidence un autre point essentiel : si l'avantage fiscal à l'entrée du dispositif permet une déduction importante, celui-ci est, finalement, compensé par l'imposition à la sortie dans les trois scénarios. L'excédent généré pour les finances publiques est en revanche décroissant des frais prélevés : les finances publiques sont légèrement déficitaires (d'environ 70€) dans le scénario à frais élevés, mais excédentaires pour des frais moyens et des frais faibles (2 364€ et 4 847€ respectivement). Cela signifie que la dépense fiscale liée à la différence de taux marginal d'imposition - différence estimée ici à 19 points pour notre cas-type - est non seulement couverte, mais potentiellement excédentaire en raison des recettes perçues sur les plus-values selon les cas de figure. Cette analyse microéconomique vient ainsi conforter les résultats obtenus dans l'approche macroéconomique développée en partie III.A. Il est important de souligner que ce résultat n'est valide que dans le cas précis retenu (épargnant qui défiscalise la totalité de ce qu'il cotise, sortie totale en rente, etc.) et n'a aucune prétention empirique.

Conclusion

L'épargne retraite connaît en France un développement récent à la faveur des réformes engagées depuis les années 2000 et surtout de la refonte opérée par la loi Pacte de 2019. Cela s'illustre par une montée en charge importante du nombre de cotisants et d'adhérents, des encours, des cotisations et des prestations et du poids relatif des nouveaux dispositifs (PERIN, PERCOL et PEROB). Malgré cette dynamique, la retraite par capitalisation reste marginale dans le système global, ne représentant qu'une faible part des prestations versées.

Cette progression s'accompagne d'incitations fiscales dont l'étude propose une analyse détaillée. Le régime fiscal du PER repose sur une logique de différé d'imposition (modèle EET), dans laquelle les cotisations sont déductibles à l'entrée mais taxées à la sortie. Un tel dispositif vise à encourager les ménages les plus aisés à accroître leur effort d'épargne, notamment en faveur de produits spécifiquement dédiés à la retraite, mais engendre un coût budgétaire non négligeable. En 2022, le coût public brut des incitations associées à l'épargne retraite est estimé à 1,8 Md€ par la Cour des comptes.

En contrepartie, l'épargne retraite génère des effets positifs qui doivent être intégrés à l'évaluation du dispositif. Trois types d'externalités sont identifiées. D'abord elle participe - et cela de manière croissante - au financement de l'économie productive, via une allocation importante en unités de compte, bien que la part des investissements réellement productifs (non cotés, PME-ETI) reste marginale. L'étude évalue ensuite les recettes fiscales différées que la liquidation des contrats pourrait générer à travers la taxation des plus-values. Ces recettes dépendent des conditions de rendement, de la durée de détention et des modalités de sortie. En fonction des hypothèses retenues, elles peuvent, à terme, compenser une part importante du coût fiscal initial. Enfin, sur un plan microéconomique, l'épargne retraite apparaît comme un vecteur de complément de revenu pour les ménages retraités, avec un effet différencié selon les niveaux de retraite. Les gains se révèlent croissants du niveau de richesse : ils sont élevés pour les mieux dotés, modérés pour les intermédiaires et inexistantes pour les plus pauvres.

Les incitations mises en place pour encourager l'épargne retraite remplissent un rôle important dans le développement de l'épargne de long terme. Pour en améliorer l'efficacité et y intégrer une portée redistributive, deux leviers apparaissent essentiels. D'une part, la nécessité d'une démocratisation de l'épargne retraite, aujourd'hui concentrée chez les ménages aisés, et absente parmi les plus pauvres. Nous mettons en lumière les limites de ces dispositifs en matière d'équité, du fait de leur faible efficacité incitative pour les ménages les plus modestes, ces derniers n'étant pas imposés et donc ne bénéficiant pas des déductions fiscales. Ce constat justifie l'examen de dispositifs d'abondement ou de subvention ciblés sur les publics moins couverts, à l'image du modèle allemand des contrats Riester. D'autre part, les frais de gestion constituent un facteur déterminant de la performance réelle de l'épargne retraite. L'étude souligne leur importance dans la performance nette des contrats. Une diminution de ces derniers apparaît dès lors nécessaire pour que le rendement perçu par les épargnants soit à la hauteur des avantages fiscaux mis en place.

Cette étude menée par la Chaire TDTE aborde la question plus fondamentale de la place de la capitalisation dans le système des retraites français. Le maintien de la répartition comme socle principal du système suppose, pour limiter les effets du vieillissement démographique, de recourir à un mécanisme complémentaire de capitalisation dans une logique de cohabitation des deux modes de financement. Cependant, il reste à fixer les modalités d'introduction de cette

capitalisation : cela peut tout autant prendre la forme d'une capitalisation « publique », adossée à un fonds de réserve public ; ou d'une capitalisation individuelle et collective, voire que les pouvoirs publics semblent avoir privilégiée sur les deux dernières décennies.

Bibliographie

- [1] Aglietta, M. (2019), *Capitalisme : Le temps des ruptures*. Presses de Sciences Po.
- [2] Association Française de la Gestion financière (AFG) (2025), « Épargne salariale et retraite »
- [3] Attanasio, O., DeLeire T. (2002), “The effect of individual retirement accounts on household consumption and national saving”, *The Economic Journal*, Vol. 112, pp. 504-538.
- [4] Autorité des marchés financiers (2018), « Fixer son horizon de placement »
- [5] Blanchet, D. (2000), « Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux » (Document n°195). Conseil d’orientation des retraites.
- [6] Börsch-Supan, A. (2004), “Mind the gap: The effectiveness of incentives to boost retirement savings in Europe” (IZA Discussion Paper Series n° 1382).
- [7] Börsch-Supan, A., Coppola M., Reil-Held A. (2012), “Riester pensions in Germany: Design, dynamics, targetting success and crowding-in”, NBER Working Paper Series, No. 18014, National Bureau of Economic Research
- [8] Brun-Schammé, A., & Duée, M. (2008), « L’épargne financière en prévision de la retraite : comportements de détention et montants investis », Drees.
- [9] Carbonnier C., Direr A., Slimani Houti I. (2014), “Do savers respond to tax incentives? The case of retirement savings”, *Annals of Economics and Statistics*, Vol. 113-114, pp. 225-256.
- [10] Chernozhukov, V., Hansen C. (2004), “The effect of 401(k) participation on the wealth distribution: An instrumental quantile regression analysis”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 86/3, pp. 735-751.
- [11] Choi, J. (2015), “Contributions to defined contribution pension plans”, *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 7/1, pp. 161-178.
- [12] Ciccotelli, P. (2014), « L’épargne retraite comme produit financier et comme politique publique » (Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine).
- [13] Clarke, J., Jandik, T., Mandelker, G. (2001), “The efficient markets hypothesis”, In R. L. LeBlanc (Ed.), *Expert financial planning: Advice from industry leaders* (pp. 126–141). John Wiley & Sons.
- [14] Comité consultatif du secteur financier. (2021), « Rapport sur les nouveaux plans d’épargne retraite », Secrétariat général du CCSF.
- [15] Corneo, G., Keese, M., & Schröder, C. (2009), “The Riester scheme and private savings: An empirical analysis based on the German SOEP”, *Schmollers Jahrbuch*, 129(2), 321–332.

- [16] Cour des comptes (2024), « L'épargne retraite : Entre produit financier et complément de retraite, un dispositif coûteux aux objectifs à clarifier », Rapport public.
- [17] Desbonnets, A., & Weitzenblum, T. (2018), « Épargne retraite : modélisation de scénario de mise en place de l'épargne retraite », Chaire TDTE.
- [18] Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (Drees) (2024), « Retraite supplémentaire et épargne retraite », Ministère du Travail, de la Santé et des Solidarités.
- [19] Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (Drees) (2024), « Les retraités et la retraite, édition 2024 », Ministère du Travail, de la Santé et des Solidarités.
- [20] Engelhardt G. (2000), "Have 401(k)s Raised Household Saving? Evidence from the Health and Retirement Study", Syracuse Centre for Policy Research Working Paper, Syracuse Centre for Policy Research
- [21] Engelhardt, G., Kumar A. (2007), "Employer matching and 401(k) saving: Evidence from the health and retirement study", *Journal of Public Economics*, Vol. 91, pp. 1920-1943
- [22] Fama, E. F. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- [23] Fama, E. F., & French, K. R. (1988), "Permanent and temporary components of stock prices", *Journal of Political Economy*, 96(2), 246–273.
- [24] Fardeau, A. (2024), « Un marché prometteur » : ces actifs non cotés proposés dans l'assurance-vie. *L'Express*.
- [25] Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Épargnants pour la Retraite (FAIDER) (2022), « L'avenir de l'épargne longue & de l'assurance-vie », Colloque FAIDER, Citéco.
- [26] Fonds de Réserve pour les Retraites (2024), *Rapport annuel 2023*
- [27] France Assureurs. (2021, 2022, 2023, 2024), « L'assurance retraite », Fédération Française de l'Assurance.
- [28] France Assureurs (2023), « Face aux crises, les assureurs agissent pour une société plus résiliente »
- [29] France Assureurs (2025), « L'assurance vie enregistre une collecte nette élevée en février 2025 » [Communiqué de presse].
- [30] Gelber, A. (2011), "How do 401(k)s affect saving? Evidence from changes in 401(k) eligibility", *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol. 3/4, pp. 103-122

- [31] Hamayon, S., Legros, F., & Pradat, Y. (2020), « Épargne retraite : stratégies d'allocation et dynamique des marchés financiers », *Revue de l'OFCE*, (170), 261–298.
- [32] Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) (2021), « Enquête Histoire de Vie et Patrimoine 2021 »
- [33] Kahneman, D. (1997), “New challenges to the rationality assumption”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)*, 166(1), 18–24.
- [34] Khoo, J., Mulder, A., & Zettelmeyer, J. (2022), “Riester and Rürup pensions: High costs, low returns.” OECD Publishing.
- [35] Kolerus, C., Koske I., Hüfner F. (2012), “Selected Aspects of Household Savings in Germany: Evidence from Micro-Data”, OECD Economics Department Working Papers, No. 999, OECD Publishing, Paris
- [36] Les Échos (2010), « La participation sera versée sur les plans d'épargne retraite »
- [37] Madrian, B. (2013), “Matching contributions and savings outcomes: A behavioral economics perspective”, in *Matching Contributions for Pensions: A Review of International Evidence*, The World Bank.
- [38] Malkiel, B. G. (1989). Efficient market hypothesis. In J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman (Eds.), *The New Palgrave: Finance* (pp. 127–134). Palgrave Macmillan.
- [39] Malkiel, B. G. (2003), “The efficient market hypothesis and its critics”, *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82.
- [40] Masson, A. (2016), « Vivre très vieux avec les moyens requis : quels produits viagers ? », Centre d'Économie de la Sorbonne
- [41] Milligan, K. (2002), “Tax-preferred savings accounts and marginal tax rates: evidence on RRSP participation”, *Canadian Journal of Economics*, Vol. 35/3
- [42] Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique (2025), « Épargne retraite – Déploiement du PER : plus de 11 millions de titulaires et près de 119 milliards d'euros d'encours au troisième trimestre 2024 »
- [43] Noûs, C. (2019), « Gouverner la financiarisation des retraites », *Sociétés contemporaines*, (116), 31–46.
- [44] OCDE (2018), “Financial incentives and retirement savings”, OECD Publishing.
- [45] Pence, K. (2002), “401(k)s and Household Saving: New Evidence from the Survey of Consumer Finances”, Finance and Economics Discussion Series, No. 2002-6, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- [46] Piketty, T. (2013), *Le capital au XXI^e siècle*. Paris : Éditions du Seuil.

- [47] Poterba, J. M., & Summers, L. H. (1988), “Mean reversion in stock prices: Evidence and implications”, *Journal of Financial Economics*, 22(1), 27–59.
- [48] Poterba, J. M., Venti S., Wise D. (1996), “How retirement saving programs increase saving”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10/4, pp. 91-112.
- [49] Pradat, Y. (2017), « Retraite et risque financier » (Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine).
- [50] Senghor, H. (2015), « Le taux de remplacement du salaire par la retraite diminue au fil des générations. » *Études et Résultats*, n° 926, DREES.
- [51] Simon, H. A. (1990), “Bounded rationality.” In J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman (Éds.), *Utility and Probability* (pp. 15–18). Palgrave Macmillan.
- [52] Weil, E. (2025), « La retraite par capitalisation obligatoire : l’obstacle du coût de la transition », *La Grande Conversation*
- [53] Yoo, K.-Y., & de Serres, A. (2004), “Tax treatment of private pension savings in OECD countries and the net tax cost per unit of contribution to tax-favoured schemes.” *OECD Economic Studies*, 39(2), 73–105.

Annexes

A) Récapitulatif des dispositifs d'épargne retraite

Tableau 7 : Les produits d'épargne retraite en France (inspiré du rapport de la Drees « Les retraités et les retraites », 2024, p.238)

Type de produit	Sortie en capital possible	Impôt sur les cotisations	Impôt sur les prestations
Contrats à cotisations définies			
Produits souscrits individuellement			
PER individuel	Oui, uniquement pour les compartiments 1 et 2	En cas de versements déduits	RVTG
		En cas de non-déduction des versements	RVTO
PERP	Oui, à hauteur de 20% de la valeur de rachat du contrat depuis 2011, ou intégralement dans le cas de pro-accession à la propriété	Cotisations déductibles du revenu imposable	RVTG
Préfon (fonctionnaires)	Oui, à hauteur de 20% de la valeur de rachat du contrat lors de la liquidation	Cotisations déductibles du revenu imposable	RVTG
Fonpel (élus locaux)	Non	Cotisations non-déductibles du revenu imposable	RVTO
Carel-Mudel (élus locaux)	Non	Cotisations déductibles du revenu imposable	RVTO
Corem (fonctionnaires)	Non	Cotisations déductibles du revenu imposable	RVTG
CRH (fonctionnaires hospitaliers)	Oui, à hauteur de 20% de la valeur de rachat du contrat lors de la liquidation	Cotisations déductibles du revenu imposable	RVTG
RMC (anciens combattants)	Non	Cotisations intégralement déductibles du revenu imposable	Prestations exonérées d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux dans la limite d'un plafond
Produits souscrits individuellement pour les indépendants			
Contrat Madelin	Non	Les cotisations ou primes versées à titre facultatif sont déductibles du BIC ou BNC avant impôt	RVTG
Contrat des exploitants agricoles	Non	Les cotisations ou primes versées à titre facultatif sont déductibles du bénéfice imposable	RVTG
Produits souscrits collectivement			
PER d'entreprise collectif	Oui, uniquement pour les compartiments 1 et 2	En cas de versements déduits	RVTG (les versements issus de l'épargne salariale étant entièrement exonérés d'impôt sur le revenu)
		En cas de non-déduction des versements	RVTO
PER d'entreprise obligatoire	Oui, uniquement pour les compartiments 1 et 2	En cas de versements volontaires et obligatoires déduits	RVTG (les versements issus de l'épargne salariale étant entièrement exonérés d'impôt sur le revenu)
		En cas de non-déduction des versements	RVTO
Article 82 du CGI	Oui	Cotisations imposables à l'impôt sur le revenu du salarié et déductibles du résultat imposable pour l'entreprise	Rente : RVTO Sortie en capital : capital exonéré d'impôt mais plus-value soumise au PFU
Article 83 du CGI	Non	Cotisations déductibles du salaire brut pour le salarié et du résultat imposable pour l'entreprise. Versements volontaires déductibles du revenu imposable du foyer fiscal	RVTO
PERE	Non	Cotisations versées à titre facultatif sont déductibles de l'impôt sur le revenu. Déductibles du bénéfice imposable pour l'entreprise	RVTG
Contrats à prestations définies			
Article 39 du CGI	Non	Cotisations déductibles de l'impôt sur les sociétés de l'entreprise	RVTG
Dispositif d'épargne salariale			
PERCO	Oui	Sommes versées par les salariés sont imposées sur le revenu contrairement à l'abondement de l'employeur	RVTO Sortie en capital totalement exonérée d'impôt sur le revenu

B) Gains de recettes tirés des plus-values : hypothèses de calcul

- 1) Dans son rapport annuel dédié à l'épargne retraite (Pension Markets in Focus, édition 2024), l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) fournit le taux de rendement réel de l'épargne retraite pour chaque pays au cours des 5, 10, 15 et 20 dernières années (p.39 du rapport). Certains pays présentent des taux de rendement négatifs (-4,8% pour la République Tchèque sur les 5 dernières années par exemple) et d'autres fortement élevés (5,7% pour le Costa Rica sur les 5 dernières années). De fait, le taux de rendement varie beaucoup en fonction du support d'investissement retenu. Nous décidons de prendre deux bornes pour les hypothèses de taux de rendement en supposant qu'ils soient nets de frais de gestion [2% ; 4%].
- 2) L'épargne retraite est généralement considérée dans la littérature économique et financière comme un placement de long terme, sa finalité étant d'être abondée tout au long de la vie active afin de constituer un revenu supplémentaire pour la retraite. Selon l'AMF, un placement de long terme correspond à un produit financier dont l'horizon d'investissement dépasse 10 ans. Toutefois, en raison de la diversité des produits d'épargne retraite, il est difficile d'obtenir des données précises sur leur durée moyenne de détention. À l'inverse, l'assurance vie, qui partage plusieurs caractéristiques avec l'épargne retraite (possibilité de sortie en capital ou en rente, diversité des supports d'investissement, fiscalité avantageuse, etc.), bénéficie d'un suivi statistique plus détaillé en tant que placement très répandu en France (1 989 Md€ d'encours en 2024). [France Assureurs](#) chiffre sa durée moyenne de détention estimée à 12,6 ans en 2023. Il est important de souligner une différence majeure entre ces deux produits : l'assurance vie permet de retirer le capital placé à tout moment, tandis que l'épargne retraite est en principe bloquée jusqu'au départ en retraite, sauf cas exceptionnels. Par conséquent, reprendre la durée moyenne de détention observée pour l'assurance vie pourrait sous-estimer celle de l'épargne retraite dans nos analyses : il est ainsi proposé des cas de figure de détention moyenne de l'épargne qui s'élèverait à 20 et 30 ans, ce qui est empiriquement plausible.
- 3) Pour calculer le montant de la dépense fiscale de l'épargne retraite issue de l'épargne salariale, la Cour reprend la DGFIP et applique le taux d'imposition marginal moyen des foyers imposables déclarant des salaires, qui était de 21,28 % en 2021. Nous reprenons le même taux d'imposition pour notre simulation.
- 4) Concernant les sorties en capital, dans certains cas, il est possible de renoncer au PFU pour être imposé sur le barème de l'IR auquel est rajouté le taux de prélèvements de 17,2% (c'est le cas des contrats Article 82 du CGI par exemple). Par souci de simplicité, nous uniformisons le calcul et considérons que les plus-values des sorties en capital sont taxées au taux du PFU de 30%. Les gains des sorties en capital issus de l'épargne salariale (essentiellement PERCO et PER collectif) sont en revanche taxés au taux de prélèvements obligatoires de 17,2% : nous le prenons en compte.

- 5) Nous posons l'hypothèse que les parts des montants déduits sont homogènes pour chaque contrat en partant du chiffre de 40% du montant total cotisé faisant l'objet d'une demande de déduction avancé par la [DREES](#) (donc 60% du montant ne faisant pas objet d'une demande de déduction), sachant que le régime de fiscalité appliqué dépend de la déduction ou non des montants.
- 6) Nous retenons l'hypothèse d'une quote-part de 40% (qui correspond à la base imposable abattue de 60%, abattement qui s'applique au montant de la rente lorsque le départ en retraite est entamé entre 60 et 69 ans) pour le calcul de l'impôt sur le revenu (IR) lorsque les montants n'ont pas été déduits initialement et pour le calcul des prélèvements sociaux à 17,2% dont on suppose qu'ils portent sur la base imposable fortement abattue selon l'âge (seuils des rentes viagères à titre onéreux, dits « RVTO »).
- 7) La catégorie « Autres contrats à adhésion individuelle dans un cadre privé » (environ 100 millions de prestations en rente en 2023) fournie par la [DREES](#) est exclue du calcul étant donné l'impossibilité de retracer à quel régime de taxation les montants seraient soumis. Sont également exclues les prestations versées via les contrats RMC car les rentes sont entièrement exonérées en sortie.

C) Estimation de l'évolution des dépenses fiscales (2022-2030)

1) Coût associé au report d'imposition de 2022 (différentiel de TMI et endettement souverain)

Nous appliquons une hypothèse de taux de croissance annuel moyen des cotisations (donc des déductions) de 4,52% (basé sur l'évolution observée entre 2005 et 2023 à partir des données de l'enquête Retraite supplémentaire de la DREES) jusqu'en 2030. Nous conservons la méthode de calcul utilisée par la Cour des comptes.

2) Dépenses liées à l'imposition à taux forfaitaire des sorties en capital sur l'épargne individuelle

Du fait d'un renforcement des dispositifs de sortie en capital en 2019 (généralisation de la possibilité de sortie en notamment), on ne peut extrapoler l'évolution dans le futur à partir des taux de croissance pré/post et proche de la loi Pacte, ces derniers étant biaisés à la hausse ou à la baisse. Nous calculons le TCAM entre la date où ces dernières se stabilisent, c'est-à-dire en 2022, et les projections de dépenses figurant dans le tome II de l'annexe Voies et moyens du projet de loi de finances de 2024 (PLF) jusqu'en 2025.

3) Exemptions d'assiette de cotisations sociales limitées à la part épargne salariale de l'épargne retraite

A partir des données fournies par les précédents PLF, nous calculons les TCAM de la participation, de l'intéressement et des dépenses sociales attribuables à la retraite supplémentaire de 2021 à 2024. Nous reprenons les parts attribuables à l'épargne retraite calculées par la Cour des comptes tout en posant l'hypothèse que ces dernières restent constantes sur la période.

4) Dépense fiscale liée à l'épargne retraite issue de l'épargne salariale (M€)

A partir des données fournies par les précédents PLF, nous calculons les TCAM de la participation, de l'intéressement et des dépenses sociales attribuables à la retraite supplémentaire de 2017 à 2023 pour les différents sous-postes de dépenses (120108, 120139 et 140109). Pour le poste 150701 (exonération des gains réalisés lors des cessions à titre onéreux de titres acquis dans le cadre des dispositifs d'épargne salariale) la valeur en 2023 présente un niveau anormalement faible. Nous prenons ainsi le niveau moyen annuel de la dépense de 2017 à 2023 et calculons le TCAM à partir de cette valeur moyenne et du montant de 2017.

	Dépenses estimées 2022 (Cout des comptes)	Dépenses estimées 2023	Dépenses estimées 2024	Dépenses estimées 2025	Dépenses estimées 2026	Dépenses estimées 2027	Dépenses estimées 2028	Dépenses estimées 2029	Dépenses estimées 2030
Exonérations d'imposition pour la participation, l'intéressement et l'abondement des employeurs versés sur les Peco/PER COL	585	628,1	695,7	760,2	830,7	908,0	992,5	1085,1	1186,5
Décalage dans le temps de l'imposition au titre de l'épargne retraite individuelle	365	381,5	398,7	416,7	435,5	455,2	475,7	497,2	519,7
Baisse du taux marginal d'imposition lors du passage à la retraite	365,2	381,7	398,9	416,9	435,8	455,4	476,0	497,5	520,0
Imposition à taux forfaitaire des sorties en capital sur l'épargne individuelle	243	285,0	264,0	279,0	292,1	305,9	320,3	335,4	351,2
Exemptions d'assiette des cotisations sociales de la part épargne retraite de l'épargne salariale	226	243,3	262,6	283,7	306,7	332,0	359,6	389,9	423,1
Total	1784	1920	2020	2157	2301	2456	2624	2805	3000

D) Méthodologie et hypothèses de la micro-simulation

- 1) Nous postulons que le contrat est sous gestion pilotée. Le taux de rendement « brut » varie ainsi selon le nombre d'années qui éloigne de la retraite. Nous reprenons la structure des performances en fonction de la durée séparant du départ à la retraite du PER individuel (profil « équilibré ») commercialisé par l'UMR pour l'année 2024.

Tableau 8 : Performance brute du contrat d'épargne retraite individuel en fonction de la durée restante avant le départ en retraite (Source : UMR, 2024).

Nombre d'années éloignant de la retraite	Performance brute
30	11,34%
29	11,33%
28	11,14%
27	11,09%
26	11,07%
25	10,88%
24	10,82%
23	10,58%
22	10,37%
21	10,31%
20	10,07%
19	9,86%
18	9,80%
17	9,56%
16	9,36%
15	9,29%
14	8,85%
13	8,54%
12	8,27%
11	7,83%
10	7,52%
9	7,07%
8	6,75%
7	6,25%
6	5,79%
5	5,47%
4	4,98%
3	4,52%
2	4,20%
1	4,20%
0	4,20%

- 2) Sur la base de 34 contrats de PER individuel, le cabinet Sémaphores, pour le compte du [Comité consultatif du secteur financier](#), estime que les frais de versements s'élèvent en

moyenne à **3,18%**, les frais de placement à **2,4%**²⁶, et les frais d'arrérage²⁷ à **1,18%**. Nous retenons ces niveaux de frais pour le scénario « moyen ». Concernant le scénario à frais faibles, nous nous appuyons sur le même rapport dans lequel la borne inférieure des frais appliqués au PER y figure. Cette dernière suppose des frais de versement et d'arrérage de **0%** (certains distributeurs ne prélevant aucun de ces deux types de frais). Il faut noter que les frais diffèrent selon que l'épargne est placée en support UC ou fonds euros. De même, les frais prélevés par les sociétés de gestion concernant la nature du support unité de compte (fonds obligataire ou action) diffèrent (0,43% et 0,78% respectivement en borne inférieure). Arbitrairement, cela dans l'optique de simplifier la méthodologie, nous retenons, pour notre second scénario, des frais de gestion « faibles » de l'ordre de **1,2%**, soit la moitié des frais de gestion moyens. Dans la même logique, le dernier scénario retient quant à lui la borne supérieure des frais pratiqués, avec des frais de versements et d'arrérage de **5% et 3%** respectivement. Nous fixons arbitrairement le niveau de frais gestion « élevé » à **4,2%**, de manière que le rendement ne soit pas négatif en fin de cycle (ce niveau de frais de gestion étant cohérent avec l'addition de ceux les plus élevés fournis par le rapport du CCSF).

- 3) Le niveau de revenu de l'épargnant implique un taux marginal d'imposition (TMI) de 30% selon le barème de l'IR de 2025. En supposant une diminution de l'assiette taxable de 28% (découlant d'un taux de remplacement moyen retenu de 72%), cela implique le passage du TMI au seuil inférieur de 11% : il s'agit du taux d'imposition que nous appliquons aux rentes versées dans les trois cas-types après abattement de 10%.

²⁶ Ce taux de frais moyens de 2,4% est donné arbitrairement par la Cour des comptes qui ne fournit pas les détails du calcul, ce taux moyen ne figurant pas dans le rapport de la CCSF. Il a possiblement été obtenu en faisant la moyenne arithmétique des frais des gestion pour les contrats fonds euros et UC, et fonds obligataires et actions fournis par le CCSF, soit $\frac{0,87+0,83}{2} + \frac{1,9+1,1}{2} = 2,36\%$.

²⁷ Frais prélevés lors du versement de la rente brute (avant impôt).