

# Epargner pour la retraite

Raymond Van der Putten

Dans les prochaines décennies, les pressions budgétaires sur les régimes de retraite par répartition iront en augmentant sous l'effet du vieillissement de la population. Face à l'allongement de l'espérance de vie, de nombreux pays ont d'ores et déjà introduit d'importantes réformes des retraites en vue de réduire la générosité du système pour les futurs pensionnés. Cette évolution a été accélérée par la crise financière et économique de 2008-2009 puis par la crise de la dette souveraine en Europe. En particulier, dans les pays dits « périphériques » de la zone euro, les retraités ont été appelés à apporter une contribution notable à l'assainissement des finances publiques.

La perspective d'une diminution des prestations de retraite implique l'adoption de mesures par les pouvoirs publics pour éviter que de nombreuses personnes âgées ne tombent dans la pauvreté. Dans cet article, nous étudierons dans quelle mesure les dispositifs de retraite assortis d'une fiscalité avantageuse peuvent constituer une solution à long terme. Notre étude porte, dans la première partie, sur les perspectives à long terme des régimes de retraite publics, dans la deuxième, sur le coût budgétaire des incitations fiscales en faveur de l'épargne-retraite privée et, dans la dernière, sur quelques options politiques possibles.

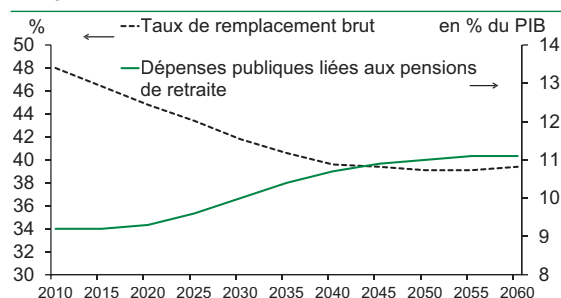
## Des perspectives plutôt sombres pour les retraités

Dans tous les pays de l'OCDE, on assiste à un vieillissement rapide de la population. Grâce à l'amélioration de l'hygiène et de la nutrition ainsi qu'à un large accès à un système de santé de qualité, la longévité s'est considérablement accrue. En 1960, les Américains âgés de 65 ans pouvaient espérer vivre encore 14,3 ans. En 2010, leur espérance de vie était passée à 19,1 ans. Dans le même intervalle, la fertilité a diminué. En conséquence, le taux de dépendance des personnes âgées – à savoir le rapport entre la population âgée de plus de 64 ans et les tranches d'âge

comprises entre 15 et 64 ans – a nettement augmenté. Dans les années 1960, pour chaque retraité d'un pays de l'OCDE, on comptait sept personnes en âge de travailler. En 2014, ce chiffre n'était plus que de quatre environ. Les projections démographiques montrent qu'il pourrait tomber à deux d'ici 2060.

Cette mutation démographique ne va pas sans conséquences sur les dépenses liées au vieillissement comme les dépenses de santé et les prestations de retraite. Les pressions sur les coûts sont particulièrement fortes dans les pays où les prestations de retraite sont en grande partie financées par un système par répartition (par exemple, en France, en Allemagne et en Italie) ; la viabilité de ces systèmes de retraite étant de plus en plus remise en question avec la diminution de la population en âge de travailler par rapport à celle des retraités. Au cours de la dernière décennie, ces pays ont donc mis en place des réformes en profondeur des retraites. En 2013, la Commission européenne et le Comité de politique économique de l'Union européenne (UE) ont publié une étude conjointe sur les conséquences budgétaires à long terme du vieillissement de la population. Selon les projections de cette étude, les dépenses de retraite et de retraite anticipée (hors prestations de veuvage ou minimum vieillesse, nommées par la suite dépenses de retraites) devraient passer de 9,2 % à 11,1 % du PIB dans l'UE entre 2015 et 2060 (voir graphique 1).

### Hausse des dépenses publiques malgré la baisse des pensions



Graphique 1 Source : EU Economic Policy Committee

La France constitue à cet égard une exception notable. Toujours d'après les estimations de cette étude, la part des dépenses de retraites par rapport au PIB pourrait grimper de 11,6 % en 2015 à 12,4 % en 2035 dans l'Hexagone et se maintenir à ce niveau jusqu'en 2060. Le Conseil d'orientation des retraites (2012) aboutit à des résultats similaires. Les deux études sont peut-être trop optimistes sur les conséquences budgétaires du vieillissement de la population. Selon notre propre modèle relatif aux retraites, les dépenses à ce titre pourraient croître de 4 points de pourcentage de PIB entre 2014 et 2060 (voir encadré 1).

Les projections à long terme sont, bien entendu, sujettes à une grande incertitude et largement tributaires des hypothèses sous-jacentes, en particulier pour ce qui concerne la croissance du PIB. Cependant, abstraction faite des conséquences fiscales, deux tendances intéressantes se dégagent de l'étude européenne. Premièrement, la générosité des systèmes de retraite est appelée à diminuer. Le taux de prestation, soit la prestation moyenne de retraite exprimée en pourcentage du salaire moyen (brut) dans l'ensemble de l'économie, devrait tomber de 45,8 % en 2010 à 38,1 % en 2060, soit une baisse de 17%. Dans certains pays comme la France et l'Allemagne, le repli pourrait même être proche de 20 %.

Cette évolution est en grande partie imputable à la baisse du taux de remplacement brut (la pension moyenne à l'âge de départ à la retraite rapportée au salaire moyen dans l'ensemble de l'économie) de 18 % entre 2010 et 2060. En France et en Allemagne, ce repli est, respectivement, de 10 % et de 13 %.

La deuxième tendance observée dans tous les pays est le relèvement de l'âge légal de départ à la retraite conjugué à un durcissement des règles d'éligibilité à une pension complète. L'étude européenne estime que la durée de cotisation moyenne va augmenter au sein de l'UE, de 36 ans en 2010 à un peu plus de 39 ans en 2060. Cet allongement de la durée de cotisation devrait différer la décision de départ à la retraite. On observe des différences notables d'un pays à l'autre. Par exemple, en France, l'âge moyen de départ effectif à la retraite augmente à peine, de 60,1 ans en 2010 à 62,7 ans en 2060, soit un âge nettement inférieur à celui du départ effectif à la retraite en Suède en 2010 (64,2).

Ces projections nous amènent à conclure que, bien que représentant un coût de financement plus important, la retraite moyenne va être sérieusement amputée par rapport au revenu de la population d'âge actif. Il s'ensuit que, à défaut de mesures correctives, le pourcentage de

personnes âgées exposées au risque de pauvreté par rapport à la population totale va probablement augmenter dans les décennies à venir<sup>1</sup>. En outre, les salariés devront travailler plus longtemps pour obtenir une pension complète. L'âge de départ effectif à la retraite sera, d'après les prévisions, repoussé de 2,5 ans en moyenne entre 2010 et 2060. Par ailleurs, l'espérance de vie à 65 ans pourrait augmenter d'environ cinq ans sur cette même période, de sorte que la durée de la retraite sera prolongée d'environ 2,5 ans.

#### Encadré 1

##### Modèle d'équilibre général à générations imbriquées<sup>1</sup>

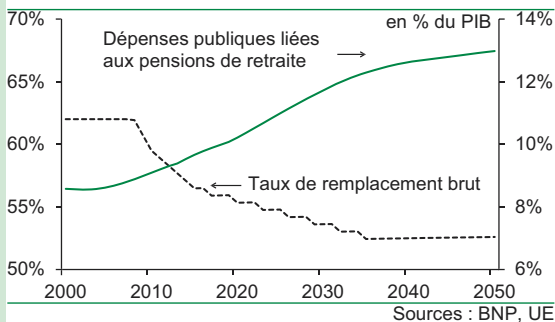
Nous avons étudié les conséquences budgétaires du vieillissement de la population en France dans le cadre d'un modèle d'équilibre général à générations imbriquées. La spécification du modèle s'appuie principalement sur Miles (1999) ainsi que sur Oliveira Martins et al. (2005).

Entre 2015 et 2060, le PIB réel français devrait croître d'environ 1,7 % par an, principalement grâce au développement technologique.

Suite à la réforme des retraites, le nombre de trimestres ouvrant droit à une pension à taux plein va être progressivement augmenté de 160, pour les générations nées en 1945, à 172 pour celles nées à partir de 1972. Cette augmentation du nombre de trimestres va retarder la décision de départ à la retraite. L'âge effectif de départ à la retraite pourrait passer de 61,7 ans en 2013 à près de 63 en 2060. De plus, comme de nombreux travailleurs sont supposés quitter le marché du travail avant d'avoir acquis un nombre de trimestres suffisant pour prétendre à une pension complète, le taux de remplacement brut, c'est-à-dire la prestation de retraite en pourcentage du revenu avant le départ à la retraite et avant impôts, devrait baisser, de 57 % en 2013 à 53 % en 2060 (cf. graphique).

Quoi qu'il en soit, le total des allocations de retraite en pourcentage du PIB devrait, selon les estimations, augmenter avec l'accroissement des populations âgées. Comme ces prestations sont financées par le régime par répartition, leur augmentation implique également un alourdissement de la charge fiscale. Dans notre scénario, les prestations de retraite, en pourcentage du PIB, pourraient augmenter de 13,6 % en 2013 à 17,3 % en 2060. Une étude d'Oliveira Martin et al (2005) aboutit à une progression similaire.

### Hausse des dépenses publiques malgré la baisse des pensions



(1) Cet encadré a été écrit avec Tarik Rharrab

## L'importance croissante de l'épargne-retraite

Le déclin attendu des régimes publics de retraite laisse une marge de développement d'autant plus grande aux systèmes de retraite privés. Ce processus est déjà en cours dans nombre de pays européens, à grand renfort d'incitations fiscales. Ainsi, l'Allemagne et la France ont introduit des systèmes d'épargne-retraite assortis d'avantages fiscaux comme le PERP et le PERCO (en France) et le Riester Rente (en Allemagne). Conséquence, les régimes de retraite en Europe vont se rapprocher de ceux des pays anglophones et des Pays-Bas, où une part significative des retraites est financée par des fonds de pension privés.

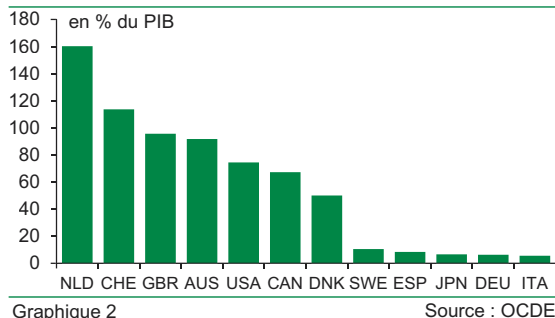
### La fiscalité des retraites

L'épargne-retraite peut être assujettie à l'impôt à trois stades différents : (1) au moment du versement (2) lors de la réception du produit de placement et des plus-values et (3) lors du retrait des fonds. Dans le cadre du régime général d'imposition, toutes les sources de revenus sont soumises au même traitement. L'épargne est constituée de revenus imposés et les intérêts et plus-values (réalisées) sur ces placements sont également soumis à des prélèvements fiscaux. En revanche, le retrait du capital est exonéré. Un tel système est appelé « TTE » (Taxed-Taxed-Exempted ou imposé-imposé-exonéré).

Dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE, l'épargne-retraite bénéficie d'une fiscalité incitative. Elle donne souvent droit à des déductions fiscales, parfois jusqu'à concurrence d'un certain plafond, les produits de placement et les plus-values ne sont pas imposés et les retraits sont soumis à un taux d'imposition progressif. Ce régime est dit « EET » (Exempted-Exempted-Taxed ou exonéré-exonéré-imposé).

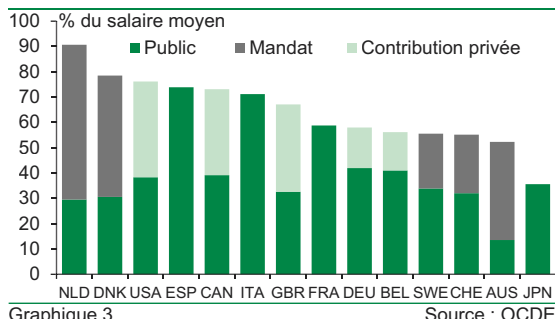
La taille de l'épargne-retraite est étroitement liée à la nature du système de retraite (cf. graphiques 2, 3, et 4). Les pays dotés de très importants actifs de retraite sont en général ceux dans lesquels les systèmes de retraite par répartition sont peu développés ou ceux dans lesquels l'adhésion à des régimes de retraite par capitalisation est obligatoire. Par contre, les pays dont les actifs de retraite sont modestes disposent en général d'importants systèmes publics par répartition. La générosité de ces régimes laisse peu de place aux fonds de pension privés.

### Les actifs des fonds de pension privés (2012)



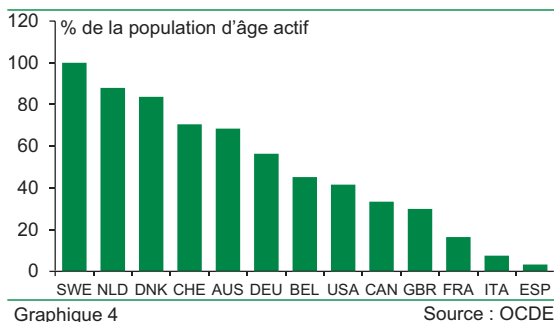
Graphique 2 Source : OCDE

### Taux de remplacement bruts des régimes de retraite (2013)



Graphique 3 Source : OCDE

## Couverture des régimes de retraite privés (2011)



## Coûts budgétaires des dispositifs d'épargne-retraite bénéficiant d'avantages fiscaux

Dans cette partie, nous nous pencherons sur les coûts budgétaires des produits d'épargne-retraite à la fiscalité favorable (ERFF). Le lancement d'un ERFF entraîne pour l'État un manque à gagner fiscal en raison de la déductibilité de cette épargne. Autre manque à gagner pour l'État : l'exonération dont bénéficient ces revenus de placement. En revanche, des recettes fiscales seront générées lorsque les adhérents prendront leur retraite et commenceront à effectuer des retraits.

Pour estimer les coûts budgétaires, il faut calculer la valeur actualisée du manque à gagner fiscal et des recettes générées. Ces montants dépendent de la répartition par classes d'âge des adhérents et de la différence entre le taux d'imposition marginal à la date de constitution de l'épargne et à la date de sortie. Pour le moment, dans tous les pays de l'OCDE, le manque à gagner lié aux produits ERFF excède les recettes fiscales ainsi générées. La situation pourrait changer lorsque d'importantes cohortes de travailleurs commenceront à partir à la retraite.

Kwang-Yeol Yoo et Alain de Serres (2004) ont estimé le coût fiscal net par unité de contribution (dollar, euro, yen, etc.) d'après la méthode du manque à gagner fiscal<sup>2</sup>. Leur conclusion est que les coûts nets des incitations fiscales liées aux dispositifs de retraite privés varient sensiblement. Ils représentent 13 % de la contribution aux Pays-Bas et en Suède contre 36 % en Allemagne (cf. graphique 5). Le coût fiscal net moyen au sein de l'OCDE est de 22 %.

## Encadré 2

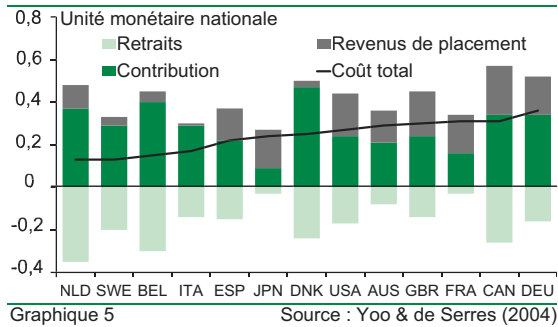
### Les frais des plans de retraite bénéficiant des régimes fiscaux favorables

Yoo et de De Serrès (2004) calculent les frais nets des plans de retraite bénéficiant des régimes fiscaux favorables en comparant les recettes fiscales entre le cas où les fonds sont placés dans un compte épargne standard et le cas d'un placement dans un plan de retraite privé. Dans la plupart des pays, les revenus de travail et de l'épargne sont imposés, tandis que le retrait du capital est exonéré (TTE). Dans le cas d'un plan de retraite privée, les cotisations et les produits de placement sont souvent exonérés, tandis que le retrait du capital est taxé (EET).

Quelques hypothèses cruciales sont nécessaires. D'abord, le taux d'imposition marginal des revenus d'activité et des taxes sur le revenu mobilier sont estimés. Ces taux marginaux dépendent du profil de revenu d'activité selon l'âge et sa progression. Pour la fiscalité du revenu de l'épargne on suppose que le portefeuille contient 60% d'obligations et 40% d'actions ordinaires. De plus, on assume que chaque actif bénéficie d'un rendement de 6,5% nominal (y compris l'inflation à 2%). Ensuite, le taux d'escompte est mis égal à ce taux de rendement nominal. Enfin, la pension est imposée à la moyenne du taux médian et du taux marginal d'un ouvrier moyen, à condition que ce taux ne soit pas plus de 5 points au-dessous du taux d'imposition marginal de revenu d'activité.

Les résultats de Yoo et de De Serrès (2004) montrés dans graphique 5 dépendent étroitement des hypothèses sous-jacentes. Par exemple, les frais devraient sensiblement amoindrir en diminuant le taux d'escompte, ce qui devrait donner plus d'importance aux recettes fiscales venant du retrait de capital. Par exemple, la baisse du taux d'escompte à 4,5%, ce qui est toujours élevé vis les conditions actuelles sur le marché, devrait baisser les frais nets d'impôts à l'OCDE de 0,22 point à 0,14 point pour une unité investie. Dans quelques pays (Belgique, Finlande, Islande, Pays-Bas et Suède), les plans de retraite bénéficiant des régimes fiscaux favorable pourraient générer des recettes fiscales positives, l'imposition des revenus de retraite étant plus lourde que celle du revenu mobilier. En utilisant un taux d'escompte basé sur le taux d'intérêt sans risque, tel que des bons du Trésor, les plans de retraite aux Etats-Unis (IRA) pourraient également rapporter des recettes fiscales.

## Le coût fiscal net des plans d'épargne fiscalement avantageux



Les auteurs ont également procédé à des estimations grossières du coût budgétaire d'ensemble des produits ERFF en recourant à la méthode de la valeur actualisée. Ce coût budgétaire est très élevé dans les pays dotés d'importants systèmes par capitalisation. Par exemple, sur la base des cotisations faites en 2000, il s'élève à plus de 1,7 % du PIB en Irlande, au Royaume-Uni et en Australie.

Ils font également observer que les taux de cotisation moyens (en pourcentage du salaire moyen) sont proches de 15 % dans les pays où l'adhésion est volontaire et où les incitations fiscales sont relativement généreuses (Royaume-Uni, Canada et États-Unis) ou dans lesquels l'adhésion est quasiment universelle (Pays-Bas, Suisse, Islande, Danemark et Suède). En Irlande, le taux de contribution moyen représente même 37,6 % (voir Yoo et de Serres (2004) - graphique 5).

Pour mieux cerner les coûts budgétaires liés aux produits ERFF, le plus simple consiste à prendre pour hypothèse dans un premier temps que ces plans n'encouragent pas les adhérents à constituer une épargne supplémentaire. Compte tenu de ces réserves, Pablo Antolin et al. (2004) ont estimé le coût de ces dispositifs à la fiscalité favorable pour 17 pays de l'OCDE, dont la plupart disposent d'importants régimes de retraite par capitalisation, avec un actif cumulé supérieur à 20 % du PIB.

Leur conclusion est que le flux actualisé des recettes fiscales nettes, pouvant être considérées comme un actif financier net, sur la période 2000-2050 est négatif pour l'ensemble des pays sélectionnés. S'agissant des États-Unis, les auteurs estiment l'actif fiscal net à -USD 4 200 mds (soit 36 % du PIB). En 2050, les recettes fiscales nettes restent négatives, quoique de -0,2 % à peine du PIB.

Ces résultats s'expliquent principalement par le fait qu'en général les dispositifs de retraite à fiscalité favorable vont engendrer un coût fiscal net sur l'ensemble de la durée du placement en raison de la non-imposition des revenus de placement. En Suède et au Danemark, les recettes fiscales nettes devraient, d'après les projections, finir par devenir positives car, dans ces deux pays, les produits de placement sont en partie soumis à l'impôt (plans ETT).

Les résultats sont nettement meilleurs lorsque les plans ERFF suscitent une épargne supplémentaire. En effet, même si ce surcroît d'épargne réduit la consommation privée, il peut permettre d'économiser de la dépense publique, stimuler l'investissement privé et accroître les recettes au titre de l'impôt sur les sociétés, pour au final réduire la dette (voir Feldstein, 1995). Aux États-Unis, beaucoup d'études ont été consacrées aux coûts budgétaires consécutifs aux mesures d'encouragement à l'épargne, en particulier dans le cadre des comptes-retraite individuels et des régimes 401k. Ces travaux ont été résumés dans Hubbard et Skinner (1996) et dans Pablo Antolin et al. (2004, Annexe 2).

Le principal point de désaccord porte sur l'efficacité avec laquelle les dispositifs ERFF permettent de drainer une nouvelle épargne. Les études disponibles sont en effet très partagées sur ce point : certains (p.e. Poterba, Venti et Wise 1995, 1996a,b) considèrent que la capacité d'attraction de ces plans est très importante et d'autres (Engen, Gale et Scholtz, 1994, 1996) qu'elle est très faible. Cette divergence de vues tient en partie à la différence de méthodes adoptées pour estimer l'accroissement net de l'épargne. Hubbard et Skinner (1996) considèrent que « même en retenant des hypothèses prudentes sur les nouveaux placements induits par les incitations à l'épargne, les mesures d'encouragement génèrent une accumulation substantielle de capital net sur la durée, par dollar de manque à gagner fiscal ».

Pour Rugeiro et Fougère (1997), il convient de faire la distinction entre les pays à économie fermée et ceux à économie ouverte. Les auteurs reprennent l'exemple de Feldstein (1995), selon lequel un particulier épargne USD 2000 par an pendant 20 ans. À la date d'échéance du plan, la valeur de son compte-retraite individuel est de USD 78 497. Si le compte comprend 80 % d'épargne nouvelle et est entièrement investi en actions, l'impact à long terme équivaut à une diminution de la dette publique de USD 71 000. Même si le compte est investi à 40 % en obligations d'entreprises, la dette publique



s'en trouve réduite de USD 41 000. Ce n'est que si le compte est entièrement investi en obligations d'entreprises (autrement dit, le financement par des sociétés de l'expansion de leur capital entièrement par l'emprunt), qu'on aboutit à une baisse de la dette publique d'à peine USD 400. Si l'épargne nouvelle représente 20 %, les résultats sont moins bons. Dans ce cas, l'effet sur les actifs financiers nets de l'État pourrait être nul dans l'hypothèse où les sociétés financent leurs nouveaux investissements à hauteur de 60 % par augmentation du capital et de 40 % par de nouvelles obligations.

Il en va autrement dans les petites économies ouvertes, car les investisseurs ne sont pas obligés d'investir dans l'économie domestique. L'impact en termes d'impôt sur les sociétés est par conséquent bien plus modeste. Les auteurs supposent que dans le cas où l'épargne nouvelle représenterait 80 %, la dette publique à long terme s'en trouverait réduite. En revanche, si l'épargne nouvelle représente à peine 30 %, la dette publique pourrait augmenter sur le long terme. <sup>3</sup>

### Drainer une épargne nouvelle : un challenge

Ainsi qu'il ressort de l'analyse ci-dessus, les coûts budgétaires des produits ERFF peuvent être abaissés si le plan réussit à susciter des placements d'épargne complémentaires. Les études menées dans les pays anglophones sur l'âge des adhérents et les profils de revenus montrent notamment que les personnes âgées et les hauts revenus optent pour ce type de produits. Comme ces groupes possèdent déjà un ratio d'épargne relativement élevé, les dispositifs de ce type ne génèrent pas beaucoup d'épargne supplémentaire.

Dans la pratique, il est très difficile de convaincre les jeunes générations d'épargner pour leur retraite. Ces générations voient leurs parents partir à la retraite avec des pensions généreuses et n'ont souvent pas conscience de la diminution des taux de remplacement dans les décennies à venir. Ils sous-estiment aussi probablement la durée de leur retraite. Leur espérance de vie à 65 ans sera bien plus longue que celle de leurs parents. Beaucoup considèrent la retraite comme une perspective très éloignée et préfèrent épargner à d'autres fins comme l'achat d'une maison ou d'une voiture.

Les revenus modestes ne sont pas non plus incités à adhérer à de tels plans. Compte tenu de la faiblesse de leur taux d'imposition marginale, les incitations

fiscales ont pour eux moins de sens que pour les hauts revenus. Des taux de remplacement relativement élevés peuvent constituer aussi un facteur dissuasif pour les personnes percevant un revenu modeste. De plus, les gains marginaux liés à l'épargne-retraite pourraient même être pour eux négatifs du fait de l'existence de programmes sous condition de ressources.

Certains pays ont réussi à mobiliser les jeunes et les bas revenus en obligeant les salariés à adhérer à des régimes privés de prévoyance professionnelle. C'est notamment le cas aux Pays-Bas et en Suède, où les accords sur les retraites font partie des conventions collectives. Dans ces pays, la couverture par les régimes de prévoyance professionnelle est quasiment universelle. Une condition nécessaire pour permettre le maintien de règles du jeu équitables entre les entreprises. Autre avantage : les allègements fiscaux n'ont pas à être aussi généreux. Toutefois, il est probable que les salariés abaissent leur taux discrétionnaire, c'est-à-dire hors cotisations de retraite. Aux Pays-Bas, par exemple, le taux d'épargne discrétionnaire des ménages est négatif.

La mise en place d'un système obligatoire peut se révéler difficile dans des pays où le processus de convention collective est moins centralisé. L'autre possibilité consiste à faire obligation aux employeurs de proposer à leurs salariés un régime de pension à titre d'option par défaut. Pour l'heure, dans certains pays, les salariés peuvent adhérer librement à un fonds de pension d'entreprise. C'est au salarié de prendre l'initiative de s'affilier au régime. Il a été montré que l'épargne-retraite peut croître sensiblement si l'adhésion à un fonds de pension est l'option par défaut ; autrement dit, si le salarié ne souhaite pas adhérer à un tel fonds, il doit en faire la démarche.

Concernant le Danemark par exemple, Raj Chetty et al. (2012) aboutissent à la conclusion que les réductions d'impôt reposant sur les initiatives prises par les particuliers pour relever leur niveau d'épargne, n'ont guère d'impact sur la richesse totale. Ce phénomène a également été observé en Allemagne avec l'introduction du régime Riestern (voir ci-dessous). Cependant, l'épargne-retraite pourrait être sensiblement relevée moyennant l'abondement automatique des comptes-retraite par les employeurs. Les auteurs estiment qu'au Danemark, 85 % des particuliers sont des épargnants passifs, qui ne réagissent pas aux aides de leurs employeurs par une réduction de leur propre épargne. Selon ces auteurs, leurs conclusions s'appliquent aussi à d'autres économies, comme l'économie américaine.

## Exemple : la réforme des retraites en Allemagne

En Allemagne, le système public des retraites est confronté aux mêmes difficultés que dans le reste de l'Europe. Avant les réformes, l'Allemagne était dotée essentiellement d'un régime à prestations définies financé par répartition. L'objectif était de garantir un taux de remplacement d'environ 70 % en termes de salaires nets, soit plus ou moins 48 % en termes de salaires bruts. Les taux de cotisation étaient fixés en fonction des dépenses du régime. Suite à un long processus de réformes entamé en 1992, le régime à prestations définies est progressivement passé à un régime notionnel à cotisations définies.

La réforme des retraites de 2001, dite réforme Riester, a introduit pour la première fois des plafonds de cotisation, fixés à 20 % jusqu'en 2020 et 22 % jusqu'en 2030. Le taux de remplacement sera progressivement abaissé, de 70 % aux environs de 67-68 % en 2030. Sur la même période, la procédure de calcul relative au salaire de référence sera modifiée : un prélèvement de 4 % sur le salaire brut sera effectué pour être investi dans des plans de retraite privés supplémentaires (contrats Riester). Ces plans d'épargne retraite sont bonifiés par l'État au travers d'un report d'impôts et de déductions fiscales ou de subventions directes.

La réforme a aussi apporté une légère modification à la formule d'indexation des retraites. Celle-ci s'est révélée trop timide pour le maintien du taux de cotisations sous le seuil de 20 %. Le facteur dit « de viabilité » a été introduit en 2004. Aux termes de ce facteur, la valeur des retraites est fonction du rapport entre le nombre de retraités et celui des cotisants. En conséquence, les prestations de retraite pourraient reculer sous l'effet de la hausse du taux de dépendance des personnes âgées. En 2007, la viabilité à long terme du régime public des retraites s'est améliorée suite à la décision d'augmenter progressivement l'âge légal de départ à la retraite, de 65 à 67 ans. Le gouvernement a l'intention d'annuler une partie des réformes adoptées dans les décennies précédentes, en abaissant l'âge légal de départ à la retraite de 65 à 63 ans dans certaines conditions (45 ans de cotisations, cf. Newhouse, 2014).

## Les contrats Riester

Ce dispositif est fortement subventionné. Tout d'abord, les adhérents ayant un revenu faible à moyen peuvent percevoir la subvention de base correspondant à leur propre cotisation annuelle jusqu'à concurrence de EUR 154 en 2008. Ensuite, les adhérents perçoivent une aide supplémentaire par enfant (EUR 185 en 2008 et EUR 300 par enfant né après 2007). Enfin, les cotisations sont déductibles de l'impôt dans les limites du plafond prévu (EUR 2100). Les subventions accordées peuvent aller de 24 % à 90 % selon le revenu et le nombre d'enfants. Pour un niveau de revenu moyen (EUR 42 000) le taux de subvention légal est de 39 %.

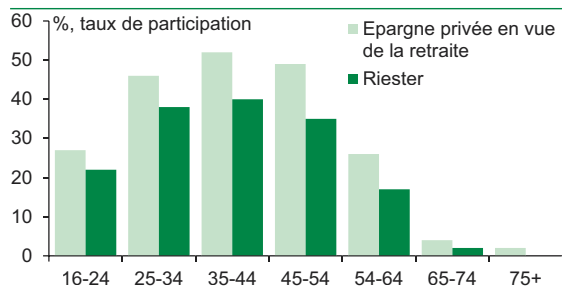
Le dispositif a été tout d'abord introduit en 2002. Cependant, le système n'a pas réellement décollé et, sur la période 2003-2005, le nombre de contrats n'a pas dépassé les 4 millions. Le système était plutôt complexe en termes d'éligibilité comme de subventions. Après la simplification introduite en 2005, le nombre de ses adhérents s'est envolé.

L'épargne investie dans un plan Riester devient disponible à l'âge du départ à la retraite. Depuis la réforme de 2005, un tiers des montants épargnés peut sortir en capital à la date du départ à la retraite et les deux tiers restants en rente, sous forme de versements mensuels. Les fonds peuvent aussi être retirés avant cette date, en cas d'incapacité ou, depuis 2008, pour le rachat d'un logement.

Le plan avait été conçu en particulier pour aider les revenus modestes et ceux avec enfants à charge à se doter d'une épargne-retraite. Ce dernier objectif semble avoir été atteint. Selon des estimations de Börsch-Supen et al. (2012), les plans Riester sont en particulier souscrits par des ménages avec enfants à charge. En 2009, 68 % des foyers avec trois enfants ou plus ont adhéré à ce type de dispositif contre 27 % pour les foyers sans enfants. De plus, l'enquête de la Bundesbank sur les finances des ménages (Bundesbank Panel on Household Finances - PHF) (voir Deutsche Bundesbank 2013) fait remarquer que les familles avec enfants à charge présentent une plus forte probabilité d'adhésion à ce type de plan : 44 % pour les familles monoparentales et 49 % pour les couples contre 12 % et 21 %, respectivement pour les foyers célibataires et les couples sans enfants.

## Enquête sur les finances des ménages (2010-2011)

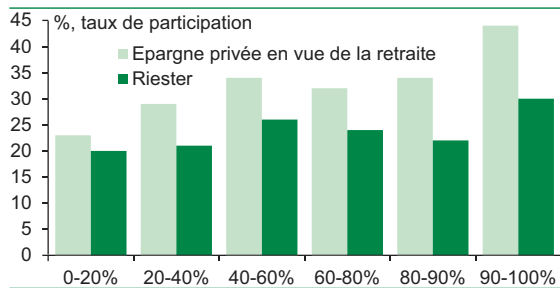
### Age



Graphique 6A

Source : Deutsche Bundesbank

### Richesse nette (quintiles)



Graphique 6B

Source : Deutsche Bundesbank

Les résultats sont bien plus mitigés pour ce qui concerne l'autre objectif des contrats Riester, à savoir encourager l'adhésion des bas revenus. Il est vrai que l'épargne-retraite est désormais très répandue en Allemagne. Environ un tiers des ménages dont la personne de référence a entre 25 et 54 ans a souscrit un contrat Riester (graphique 6A). Cependant, d'après les calculs de Börsch-Supen et al. et du PHF ce sont surtout les ménages à hauts revenus qui en ont bénéficié. Selon le PHF, plus de 40 % des ménages, dont la personne de référence a un diplôme de l'enseignement supérieur, ont souscrit un contrat Riester. En revanche, malgré d'importantes mesures d'incitation, ce type de plan d'épargne retraite est bien moins populaire parmi les foyers à faible revenu. Un peu plus de 10 % des ménages dont la personne de référence n'a aucune qualification adhèrent au régime Riester. Une situation qui n'a, en fait, rien de surprenant. Compte tenu de l'octroi de prestations sous conditions de ressources aux fins de garantir un revenu de base aux retraités, les personnes aux revenus modestes ne sont guère encouragées à épargner pour leur retraite.

La Bundesbank fait remarquer que les ménages « aisés ou non adhèrent à peu près à égalité aux régimes subventionnés de retraite privée (Riester et Rürup) » (graphique 6 B). Cette affirmation n'est pas nécessairement en contradiction avec ce qui précède. Malgré des salaires relativement élevés, les jeunes ménages avec enfants à charge restent dans les quintiles inférieurs de la distribution de richesse.

## Impact sur les marchés financiers et la croissance

Le passage des régimes de retraite par répartition aux régimes par capitalisation, une tendance observée au niveau mondial, entraîne d'importants coûts de transition. Les générations en activité pendant la période de transition doivent payer pour les anciennes qui sont parties à la retraite à des conditions plus avantageuses, tout en constituant leurs propres régimes de retraite privés. En fait, ces générations sont en train de reverser une part considérable des prestations de retraite très généreuses de la première génération de pensionnés (voir Sinn, 2000). Ces coûts de transition doivent être financés soit par les travailleurs, soit par l'État, par exemple par l'introduction de produits d'épargne-retraite à la fiscalité favorable (ERFF). Dans ce dernier cas, l'accroissement des emprunts publics risquent de réduire à néant les éventuels effets positifs de la transition sur le taux d'épargne agrégé. En revanche, ces coûts de transition pourraient être allégés si l'épargne accumulée au titre des retraites permettait de stimuler la croissance du PIB.

Il convient de se demander, et la question mérite d'être posée, si l'accroissement de l'épargne nationale se traduit par une hausse des investissements (voir p.e. Davis and Hu, 2005a et b). Cela pourrait être le cas dans les grandes économies. Feldstein et Horioka (1980) ont montré que l'investissement national est étroitement lié à l'épargne nationale, en raison du biais domestique des épargnants. Mais dans les économies de plus petite taille, cela est moins sûr. Par exemple, les fonds de pension néerlandais pourraient avoir investi moins de 25 % de leurs actifs aux Pays-Bas (voir Gebraad, 2014).



Question connexe : dans quel type d'actifs, la nouvelle épargne est-elle investie ? Si les fonds de pension investissent dans une large mesure en instruments de la dette publique, comme c'est le cas par exemple au Japon, ces achats ne résulteront probablement pas en une augmentation des investissements productifs.

De plus, l'accroissement de l'épargne-retraite peut avoir une influence sur le fonctionnement des marchés financiers, non seulement en générant de nouveaux flux mais aussi en modifiant la composition des actifs. Tout d'abord, les fonds de pension ont tendance à placer davantage en actions et en obligations que les ménages. Dans les pays de l'OCDE, il existe une corrélation positive entre la capitalisation des marchés actions et les fonds de pension. Ensuite, compte tenu de leurs engagements à long terme, les fonds de pension peuvent concentrer leur portefeuille sur des actifs à long terme au rendement le plus élevé. Cela permet d'améliorer les financements disponibles pour la dette à long terme et les fonds propres des sociétés et de stimuler l'investissement en capital. Le financement des retraites par capitalisation se traduit également par une augmentation des investissements de portefeuille internationaux et la diversification contribue à réduire la volatilité des rendements. De plus, une plus grande profondeur des marchés financiers est aussi de nature à induire une plus grande innovation financière.

Ces fonds de pension pourraient aussi avoir des effets indirects en exerçant des pressions en faveur d'une meilleure gouvernance des entreprises. La théorie leur prête ainsi une action plutôt bénéfique (voir, par exemple, Del Guercio and Hawkins, 1999). Cependant, l'activisme des fonds de pension est plutôt l'exception que la règle. Une étude de l'OCDE montre que les investisseurs institutionnels n'interviennent que rarement dans la gouvernance des sociétés dans lesquelles ils sont investis (OCDE 2011). La raison est que ces démarches sont coûteuses tandis que les gains devraient être partagés entre tous les investisseurs. Par ailleurs, l'activisme dépend également du dispositif du plan de retraite. Un régime à prestation défini cherche une bonne performance à long terme et pourrait donc accepter de prendre de risques plutôt élevés en investissant dans des actions. En revanche, les participants des plans à cotisation définie peuvent changer leurs investissements régulièrement. Par conséquent, ces fonds ont un horizon d'investissement beaucoup plus court, et sont moins tentés de s'impliquer dans des problématiques de gouvernance. La transition

observée des systèmes à prestation définie aux plans à cotisation définie pourrait donc affaiblir davantage l'activisme des fonds de pension.

Enfin, les régimes de retraite privés peuvent contribuer à réduire les distorsions du marché du travail. En particulier, les régimes à cotisations déterminées ont tendance à être plus équitables d'un point de vue actuariel que les systèmes par répartition. Ils ont un effet de distorsion moins marqué sur les décisions de départ à la retraite.



Dans les décennies à venir, les coûts liés au vieillissement des populations comme les dépenses de retraite et de santé vont probablement connaître une augmentation notable. Les régimes de retraite qui sont en grande partie basés sur un financement par répartition risquent de ne plus être viables en l'absence de mesures correctives. Selon les projections faites par l'Union européenne et le Comité de politique économique de l'UE, on pourrait réduire la générosité de ces régimes en diminuant les prestations, en durcissant les conditions d'éligibilité ou en conjuguant ces deux méthodes à la fois. À défaut de mesures, le risque d'appauvrissement des plus âgés pourrait augmenter dans les décennies à venir.

Dans ce contexte, les systèmes de retraite par capitalisation sont voués à prendre une importance croissante, notamment là où ils sont encore peu développés. On observe depuis peu une évolution dans ce sens dans certains pays européens. Les dispositifs d'incitation peuvent avoir un coût pour la collectivité (manque à gagner budgétaire), qui dépend néanmoins crucialement du taux d'escompte appliqué et de la différence entre le taux marginal sur le revenu de retraite et le taux d'imposition sur le revenu de l'épargne.

La difficulté majeure consiste à convaincre les jeunes générations et les revenus les plus faibles d'épargner pour leur retraite. Le législateur peut agir sur deux leviers pour maintenir le niveau de revenu des retraités. Tout d'abord, il peut rendre l'épargne-retraite

obligatoire. Cette option présenterait l'avantage de réduire les mesures incitatives de la part des pouvoirs publics. Toutefois, un tel système ne peut être introduit que dans les économies ayant une forte tradition de négociation collective.

L'autre moyen est de demander aux employeurs de proposer à leur personnel un régime de retraite par défaut. Cette solution semble plus prometteuse, car elle peut être appliquée à un niveau plus large ; elle a, par ailleurs, déjà donné de bons résultats au Danemark et au Royaume-Uni par exemple.

Il y a de bonnes raisons de penser que l'augmentation de l'épargne-retraite a un effet bénéfique sur l'ensemble de l'économie en raison de l'accroissement consécutif des capitaux à long terme disponibles à des fins d'investissement. En général, les régimes de retraite par capitalisation sont plus équitables, du point de vue actuariel, que les régimes par répartition. Autrement dit, dans un système par capitalisation, le montant actualisé des cotisations versées pendant la période d'activité est égal au montant actualisé des prestations attendues. Dès lors, ce type de système a un effet de distorsion moins important sur les décisions de départ à la retraite. De plus, ces systèmes de retraite pourraient user de leur influence pour améliorer la gouvernance des entreprises. Cependant, compte tenu de la complexité de la question, il est très difficile de quantifier l'impact positif que le passage à un système de retraite financé en partie par capitalisation aura sur le PIB.

*raymond.vanderputten@bnpparibas.com*

Achevé de rédiger le 20 mai 2014

Version électronique consultable avant l'édition papier sur :

<http://economic-research.bnpparibas.com>

## Bibliographie

- Antolín, Pablo, Alain de Serres and Christine de la Maisonneuve (2004), « Long-term budgetary implications of tax-favoured retirement saving plans », *Études économiques de l'OCDE* n° 39, 2004/2.
- Börsch-Supan, A., F. Koke and J. Winter, 2005, « Pension reform, savings behaviour, and capital market performance », *Journal of Pension Economics and Finance* 4, pp 87-107.
- Börsch-Supan, Axel H., Michela Coppola and Anette Reid-Held (2012), « Riester Pensions in Allemagne: Design, Dynamics, Targetting Success and Crowding-In », Document de travail NBER n°18014.
- Chetty, Ray, John N. Friedman, Soren Leth-Petersen, Torben Heien Nielsen, and Tore Olsen (2012), « Active vs Passive Decisions and Crowd-out in Retirement Savings Accounts: Evidence from Denmark », Document de travail NBER n°18565.
- Conseil d'orientation des retraites, 2012, « Retraites : perspectives 2020, 2040 et 2060 », Onzième Rapport.
- Commission européenne et Comité de politique économique, 2012, « The 2012 Ageing Report Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060) », *European Economy* 2/2012.
- Davis, E. Philip and Yu-Wei Hu, (2005a), « Saving funding and economic growth » dans ed. G. Clark, « *Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income* », Oxford University Press.
- Davis, E. Philip and Yu-Wei Hu, (2005b), « Is there a link between Pension-Fund assets and Economic Growth? – A cross country study. »
- Del Guercio D. and J.K. Hawkins, (1999), « The motivation and impact of pension fund activism », *Journal of Financial Economics*, 52, pp 293-340.
- Engen, E.M., W.G. Gale and J.K. Scholz (1994), « Do Saving Incentives Work? », *Brookings, Papers on Economic Activity*, 1, pp. 85-151.
- Engen, E.M., W.G. Gale and J.K. Scholz (1996), « The Illusory Effect of Saving Incentives on Saving », *Journal of Economic Perspectives*, 10(4), pp. 113-38.
- Feldstein, Martin (1995), « The Effect of Tax-Based Savings Incentives on Government Revenue and National Saving », Document de travail NBER n° 4021.
- Gebrard, J.L. (2014), « Beleggingen institutionele beleggers 1,8 biljoen euro », Webartikel 2014, Statistics Pays-Bas.
- Hubbard, Glenn and Jonathan Skinner (1996), « Assessing the effectiveness of saving incentives », Document de travail NBER n°5686
- Newhouse, Caroline, (2014), « German pension reform reverses course », *EcoWeek*, 21 mars, BNP Paribas.
- OCDE, 2011, "The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance", *Corporate Governance*, OECD Publishing.
- Poterba, J.M., S.F. Venti and D.A. Wise (1995), « Do 401(k) Contributions Crowd Out Other Personal Saving? », *Journal of Public Economics*, septembre, 58, pp. 1-32.
- Poterba, J.M., S.F. Venti and D.A. Wise (1996a), « How Retirement Programs Increase Savings », *Journal of Economic Perspectives*, 10(4), pp. 91-112.
- Poterba, J.M., S.F. Venti and D.A. Wise (1996b), « Personal Retirement Saving Programs and Asset Accumulation: Reconciling the Evidence », Document de travail NBER n°5599, mai.
- Ruggeri, Giuseppe and Maxime Fougère (1997), « The Effect of Tax-Based Savings Incentives on Government Revenue », *Fiscal Studies* vol 18, no 2.
- Sinn, H.W., (2000), « Why a funded pension system is useful and why it is not useful », *International Tax and Public Finance* 7, 389-410.
- Yoo, Kwang-Yeol and Alain de Serres (2004), Tax treatment of private pension savings in OECD countries and the net tax cost of contribution to tax-favoured schemes, Document de travail du département des affaires économiques, n°406, OCDE.

## NOTES

<sup>1</sup> Le taux de risque de pauvreté est défini comme la proportion d'individus dont le revenu disponible (après transferts sociaux) par unité de consommation (UC) est inférieur au seuil de 60 % de la médiane du revenu disponible par UC de l'ensemble de la population. Cet indicateur est un concept relatif et n'implique pas nécessairement un niveau de vie faible.

<sup>2</sup> La méthode du manque à gagner fiscal mesure la part dont les recettes fiscales sont amputées suite à l'octroi d'un avantage fiscal dans l'hypothèse d'un comportement constant.

<sup>3</sup> Dans l'analyse, l'impact sur les taxes à la consommation, qui peut être considérable, n'a pas été pris en compte.



## DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

## ECONOMIES OCDE

• <b>Jean-Luc PROUTAT</b> Responsable	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
• <b>Alexandra ESTIOT</b> Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
• <b>Hélène BAUDCHON</b> France, Belgique, Luxembourg	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
• <b>Frédérique CERISIER</b> Finances publiques, institutions européennes	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
• <b>Clemente De LUCIA</b> Zone euro, Italie – Questions monétaires, modélisation	+33.(0)1.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
• <b>Thibault MERCIER</b> Espagne, Portugal, Grèce, Irlande	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
• <b>Caroline NEWHOUSE</b> Allemagne, Autriche - Supervision des publications	+33.(0)1.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
• <b>Catherine STEPHAN</b> Royaume-Uni, Suisse, Pays nordiques – Marché du travail	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
• <b>Raymond VAN DER PUTTEN</b> Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement –Retraite	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
• <b>Caroline WURTZ</b> Questions européennes	+33.(0)1.42.98.07.28	caroline.wurtz@bnpparibas.com
• <b>Tarik RHARRAB</b> Statistiques	+33.(0)1.43.16.95.56	tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

• <b>Laurent QUIGNON</b> Responsable	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
• <b>Delphine CAVALIER</b>	+33.(0)1.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
• <b>Céline CHOLET</b>	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
• <b>Laurent NAHMIA</b>	+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

• <b>François FAURE</b> Responsable	+33.(0)1.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
• <b>Christine PELTIER</b> Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
• <b>Stéphane ALBY</b> Afrique francophone	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
• <b>Sylvain BELLEFONTAINE</b> Amérique latine, Turquie - Méthodologie	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
• <b>Pascal DEVAUX</b> Moyen-Orient - Scoring	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
• <b>Hélène DROUOT</b> Asie	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
• <b>Jean-Loïc GUIEZE</b> Afrique anglophone et lusophone	+33.(0)1.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
• <b>Valentin LETHIELLEUX</b> Amérique latine	+33.(0)1.42.98.48.45	valentin.letthielleux@bnpparibas.com
• <b>Johanna MELKA</b> Asie - Flux de capitaux	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
• <b>Ekaterina MOLODOVA</b> Russie et autres pays de la CEI	+33.(0)1.48.98.48.45	ekaterina.molodova@bnpparibas.com
• <b>Alexandre VINCENT</b> Europe centrale et orientale	+33.(0)1.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
• <b>Alexandra WENTZINGER</b> Afrique, Brésil	+33.(0)1.55.77.80.60	alexandra.wentzinger@bnpparibas.com
• <b>Michel BERNARDINI</b> Contact Média	+33.(0)1.42.98.05.71	michel.bernardini@bnpparibas.com





## NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**ECO EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOFASH**

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail...

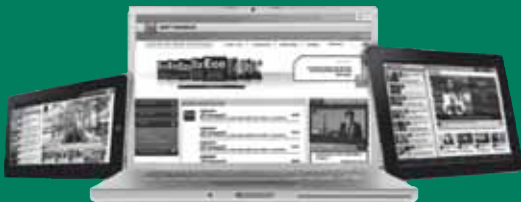
**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'événement de la semaine ?  
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Pour recevoir directement nos publications,  
vous pouvez vous abonner sur notre site  
ou télécharger notre application pour tablettes  
iPad et Android EcoNews



<http://economic-research.bnpparibas.com>

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiées réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont, par ailleurs, susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible, notamment, de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché, et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des douze derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la loi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace économique européen :

Le présent document n'est destiné qu'à une clientèle d'investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné à des clients relevant de la gestion privée et ne doit pas leur être communiqué. Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

**Etats-Unis :** le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres Bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

**Japon :** le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

**Hong-Kong :** le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2014). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : [www.bnpparibas.com](http://www.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Baudouin Prot

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Juillet-Août 2014

ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas

