

## QUE RESTE-T-IL DU DÉBAT RÉPARTITION-CAPITALISATION ?

DIDIER BLANCHET \* ET BERTRAND VILLENEUVE \*\*

L arvé ou sporadique durant plusieurs décennies, le débat répartition-capitalisation s'est brutalement amplifié au début des années 1990 au point de mobiliser une bonne partie de la réflexion sur la retraite. Puis il a progressivement reperdu de sa vivacité. L'actualité récente ne permet pas encore de dire si cette accalmie va finalement déboucher sur un compromis et lequel. En tout cas, elle constitue le moment propice pour un essai de bilan. Que reste-t-il des arguments initiaux de ce débat ? Subsiste-t-il des arguments dominants en faveur d'un système mixte, par rapport au maintien en répartition pure ? A-t-on vu apparaître de nouvelles questions ?<sup>1</sup>

On abordera ce bilan en trois temps. On reviendra d'abord brièvement sur le constat démographique de départ. Ce passage est nécessaire car ce constat a lui-même évolué au cours du temps, d'une manière qui a influencé les positions en faveur de l'un ou l'autre des deux modes de financement. On examinera ensuite comment l'analyse économique a cherché, à son tour, à éclairer le débat. Elle n'a pas réussi à faire apparaître d'argument définitif en faveur de retraites préfinancées. Elle n'est pas davantage capable de nous dire quel serait le partage optimal entre champ de la capitalisation et champ de la répartition. Elle n'en a pas moins joué un rôle de clarification. Elle conduit notamment à relativiser les approches en termes d'efficacité macro-économique, et suggère que l'argument le plus solide en faveur d'un certain préfinancement des retraites est plutôt un argument de prudence : ce préfinancement reste le seul moyen de se prémunir contre l'incertitude objective que l'évolution démographique -et économique- fait peser sur le niveau futur des retraites par répartition.

La complémentarité des moyens de financement étant ainsi admise, le débat tend à se recentrer sur les modalités de cette coexistence : cela réoriente l'analyse vers un niveau plus micro-économique, et ce sera

157

---

\* INED/INSEE et \*\* CREST/DELTA. Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que leurs auteurs. Version finale du 19/9/96, qui n'a pu tenir compte des développements intervenus après cette date. 1. Ce tour d'horizon restera nécessairement rapide. Pour des bilans plus exhaustifs on se référera à Davis (1995) et Charpentier (1996). Voir aussi ApRoberts et Reynaud (1994) pour une revue des exemples étrangers.

notre troisième temps. On y intégrera les principales réflexions sur l'organisation du système (individuel/collectif, type de sortie, statut des gestionnaires...).

### *Le constat sur la nature du problème des retraites*

La promotion de la retraite par capitalisation, à ses débuts, s'est appuyée sur un raisonnement en trois points :

- le vieillissement de la population doit s'accélérer au siècle prochain ;
- ce vieillissement met en péril l'équilibre des systèmes de retraite par répartition ;
- le remède à ce problème réside dans le recours à des retraites préfinancées complémentaires.

Face à cette démonstration, la défense de la répartition pure aurait pu céder immédiatement sur les deux prémisses et se positionner sur leur conséquence : admettre la réalité du vieillissement et les problèmes qu'il pose aux systèmes de répartition, mais soutenir que la capitalisation était une mauvaise réponse à ce vrai problème. Il n'en a pas été ainsi, et la défense s'est d'abord concentrée sur les deux premiers points. Cette stratégie n'était pas sans fondements, mais elle a vite rencontré ses limites.

158

### *Le débat sur la fiabilité des perspectives démographiques*

Au niveau démographique tout d'abord. Sur quoi a pu s'appuyer la stratégie de contestation des perspectives démographiques ? Traditionnellement, le discours français sur le vieillissement de la population a mis l'accent sur les problèmes de dénatalité ou de baisse de la fécondité. Or, la relance du débat sur la retraite, au début des années 1990, a coïncidé avec une polémique méthodologique sur le niveau effectif de cet indice de fécondité<sup>2</sup>, ce qui a contribué à décrédibiliser les projections démographiques, soupçonnées de s'appuyer sur des indices dont même la valeur courante n'était pas connue avec certitude.

Il n'est pas utile de revenir ici sur ce débat relatif aux indices démographiques et de décider qui a eu raison. Le point important à souligner est que la décrédibilisation des perspectives démographiques a été largement injustifiée. Celles-ci ne dépendent significativement de la fécondité future que pour le très long terme, au delà de 2030, au moins en ce qui concerne le ratio des 60 ans et plus aux 20-60 ans, qui est la grandeur qui nous intéresse ici. Ce résultat est maintenant bien connu, ce que traduit la banalisation de la formule selon laquelle « le vieillissement est inéluctable ». Il tient à la conjonction de deux effets :

2. Pour un historique de cette polémique par l'un de ses protagonistes, on se référera à *Le Bras* (1992).

— un effet tendanciel de hausse de l'espérance de vie. Même si la baisse de la mortalité s'interrompait aujourd'hui, on continuerait à en sentir les effets pendant encore quelques décennies car ce n'est que progressivement qu'arrivent à la retraite les générations qui ont bénéficié d'une mortalité de plus en plus faible. Et cet effet est évidemment renforcé par l'hypothèse, plausible et souhaitable, que cette baisse de la mortalité va se poursuivre ;

— un effet d'accordéon dû au niveau élevé des naissances entre 1945 et 1975. Celui-ci nous écarte du *trend* de vieillissement général tant que ces générations sont d'âge actif. Et il nous rabat brutalement vers cette tendance sitôt que ces générations commenceront à partir en retraite, ce qui explique le décollage du processus de vieillissement à partir de 2005.

On reverra plus loin comment cette analyse des causes du vieillissement interfère avec le débat répartition-capitalisation. Retenons simplement, à ce stade, la forte probabilité d'un vieillissement accéléré au début du siècle prochain. Pouvait-on alors se replier sur le second front, reconnaître ce problème démographique, mais tout en continuant à nier qu'il menace les systèmes de répartition ?

### *Le débat sur l'ampleur du lien démographie-retraite*

159

Ici encore, la stratégie défensive n'était pas sans fondement. Il existe en effet deux présentations des conséquences de ce vieillissement qui sont excessives et qui ne pouvaient donc servir de raisons suffisantes à la promotion de retraites préfinancées. La première est l'idée que ce vieillissement devait entraîner une paupérisation absolue de la population retraitée, voire de la population totale. On sait que ce n'est pas vrai, sauf à supposer des scénarios de progrès de productivité très ralentis, quasiment nuls. L'autre vision extrême est de dire que ce vieillissement va entraîner un accroissement considérable de l'inégalité intergénérationnelle, ce qui est à nouveau incorrect en situation de progrès de productivité, même modérés, et qui est d'autant plus excessif que ce concept d'équité intergénérationnelle reste en fait mal défini, encore plus que le concept d'équité tout court (Blanchet, Lenseigne et Ricordeau, 1996).

En revanche, ce qui reste vrai, c'est que, face à la croissance du nombre de retraités, on doit forcément assister à un ajustement sur l'une des trois variables que sont les taux de cotisations, le niveau relatif des pensions, ou l'âge de cessation d'activité. Il y a bien un « triangle des retraites » (Kessler, 1991), et toutes les mesures qui donnent l'impression de résoudre le problème sans toucher à aucune de ces variables sont en trompe-l'oeil. Par exemple, ne pas toucher aux taux de remplacement mais modifier les règles d'indexation après liquidation, c'est bien tou-

cher au pouvoir d'achat relatif des vieux retraités, et d'une façon qui sera paradoxalement d'autant plus importante que les progrès de productivité seront plus rapides. Ne pas toucher à la retraite à soixante ans, mais durcir les conditions d'accès au taux plein, c'est bien toucher soit à l'âge de la retraite soit au niveau des pensions, en laissant le choix aux gens entre une retraite au même âge mais fortement dévaluée et une retraite maintenue mais tardive. Ce faisant, il ne s'agit pas de dénoncer ces solutions comme néfastes ou impossibles à mettre en place, mais simplement de dire qu'on ne peut nier la nécessité d'ajustement sur tout ou partie des variables du triangle.

En définitive, on n'ira pas forcément jusqu'à dire que ce triangle des retraites est un « triangle maudit » qui ne nous offrirait que des perspectives de paupérisation absolue. On conviendra également que ce triangle puisse être rendu plus élastique, grâce à des évolutions favorables du chômage et des taux d'activité. En revanche, on ne peut nier que ce triangle existe. Et son élasticité n'offre, au mieux, que des marges d'ajustement étroites.

### *Le débat d'opportunité*

160

Le débat ne porte donc plus guère sur l'existence d'un problème des retraites, ce qui l'a conduit à se déplacer vers le choix des réponses à lui apporter. Le développement de compléments de retraites préfinancées est-il une solution à privilégier, ou constitue-t-il une fausse réponse à la vraie question des retraites ? Plusieurs arguments se sont succédés sur ce thème, de pertinence et de durée de vie inégales. Nous en proposons une liste et une discussion sommaire.

### *L'argument de la résistance aux chocs démographiques*

Première idée, celle d'une immunité de la capitalisation face aux chocs démographiques. C'est l'argument qui s'est avéré le plus fragile :

— tout d'abord, et les défenseurs de la répartition ont largement utilisé cette objection, les deux systèmes sont exposés de manière parallèle aux effets de l'augmentation de l'espérance de vie. Un même montant de cotisation assure une rente d'autant plus faible qu'elle doit être servie sur une plus longue durée, que ce soit par le jeu d'une contrainte actuarielle (en capitalisation) ou d'équilibre instantané (en répartition) ;

— ensuite, les retraites préfinancées n'ont aucune raison de ne pas être également sensibles, à leur manière, aux chocs qui portent sur le taux de croissance démographique. Les fluctuations de la population active entraînent en effet des modifications du rapport capital/travail qui affectent en sens inverse le rendement du capital par rapport au salaire. On peut même faire apparaître des situations, il est vrai extrême-

mes, dans lesquelles la capitalisation est plus sensible que la répartition à ces chocs démographiques<sup>3</sup>. Le placement d'une partie des capitaux à l'étranger est certes susceptible d'atténuer ces effets, s'il s'effectue en direction de pays à population active plus dynamique, mais avec la contrepartie d'un risque plus élevé.

### *L'argument de l'apport en épargne*

Ainsi, sans aller jusqu'à la position simplificatrice inverse selon laquelle capitalisation et répartition se comporteraient de façon exactement similaire face aux chocs démographiques<sup>4</sup>, il faut admettre que ce n'est pas la comparaison de leurs performances intrinsèques face à ces chocs qui conduit aux conclusions les plus décisives. Aussi l'argumentaire pro-capitalisation s'est-il ensuite placé sur un autre terrain, celui des rendements comparés des deux systèmes, à démographie donnée, et de leur lien avec une éventuelle insuffisance d'épargne.

Quelles sont, à leur tour, la portée et les limites de cet argument ? Rappelons-en les termes dans le cadre de régimes de croissance permanents. En régime permanent, avec croissance régulière de la population et du produit par tête, le rendement de la répartition est égal au taux de croissance global. Le rendement de la capitalisation, lui, serait égal, avec des marchés financiers parfaits, à la productivité marginale du capital.

Au maximum de la consommation par tête, qui définit la règle d'or, il se trouve que les deux rendements coïncident. Si on était dans ce cas, il n'y a pas d'avantage d'un système par rapport à l'autre. La raison en est simple : puisqu'on est déjà dans une situation de maximisation du revenu disponible pour la consommation, c'est qu'une hausse de l'épargne, retraite ou autre, serait plus coûteuse en termes de privation de consommation qu'elle ne serait utile en termes de surcroît de production future. Dans ces conditions, elle est au mieux inutile.

Mais, selon le diagnostic qui semblait dominer à la fin des années 1980 (Artus, Bismut, Plihon, 1993), on aurait plutôt été en-dessous de cette situation d'épargne optimale. Dans ces conditions, introduire une dose de capitalisation présentait un double avantage, micro et macro-économique :

- micro-économique car, en régime permanent, ceci assure un meilleur rendement des cotisations placées pendant la vie active ;
- macro-économique car ceci rapproche l'économie de la règle d'or

3. Il suffit d'imaginer une économie où capital et travail seraient quasi-complémentaires : à partir d'un équilibre de plein emploi des deux facteurs, un choc négatif sur la quantité de travail fait chuter la productivité marginale du capital vers zéro. La capitalisation est donc totalement non rentable, alors que la répartition continue de l'être.

4. Dont la version la plus courante consiste à dire que, dans tous les cas de figure, « les retraites sont payées par les actifs » : ce raccourci ignore que le travail n'est pas l'unique facteur de production.

et accroît donc, à terme, le niveau de vie général.

On semblait alors disposer là d'un argumentaire plus solide. Pourtant, à son tour, il s'est également avéré fragile. Pour quelles raisons ? Sans prétendre à l'exhaustivité, on en relèvera cinq :

— tout d'abord, la caractérisation de la sous-accumulation n'est pas si simple lorsqu'on sort du cadre des modèles de croissance élémentaires et lorsque diverses incertitudes, chocs et cycles, s'en mêlent ;

— d'autre part, à supposer qu'il y ait sous-accumulation, les gains à attendre d'un surcroît d'épargne peuvent se trouver réduits par des phénomènes d'éviction : l'épargne totale va-t-elle s'accroître de un pour un, ou le développement de la capitalisation va-t-il s'accompagner de réallocation de cette épargne ?<sup>5</sup> Plusieurs facteurs pourraient expliquer ces substitutions : moins d'épargne destinée aux transferts intergénérationnels (hypothèse néo-ricardienne), plus d'épargne sur salaires par rapport aux autres formes d'épargne. Ces évolutions ne sont pas forcément défavorables : par exemple, une éviction d'une partie du capital national par celui des fonds de pension entraîne une meilleure diffusion de la propriété des moyens de production qu'on peut juger favorable et qui profiterait, à long terme, aux salariés et retraités eux-mêmes (Blanchet, 1990). Mais tout ceci tend tout de même à relativiser l'intérêt macro-économique.

162

— Le chiffrage de ces gains doit ensuite tenir compte de l'évolution de la population active et de la plus ou moins grande complémentarité entre capital et travail. Le scénario qui serait le plus favorable serait celui d'une forte substituabilité où les machines viendraient suppléer au trop faible dynamisme de l'offre de travail : paradoxalement, c'est par la capitalisation que se réaliserait la vieille revendication syndicale de faire payer les retraites « par les machines », mais ce n'est qu'un scénario. On peut aussi bien avoir le scénario inverse où c'est la complémentarité capital-travail qui prédominerait, auquel cas augmenter le capital face à une quantité de travail stagnante ou décroissante n'est pas la meilleure stratégie, sauf à délocaliser en allant chercher ce travail hors des frontières vers des pays à démographie plus dynamique, mais avec les risques que comporte une telle option.

— Ensuite, il est vrai que les effets macro-économiques favorables pourraient être renforcés par des mécanismes du type croissance endogène, qui permettraient à l'accumulation supplémentaire d'affecter la trajectoire de croissance de l'économie non seulement en niveau mais aussi en taux de croissance. Encore faut-il être sûr que c'est bien le capital physique qui constitue le moteur de la croissance endogène et

5. Sur ce débat initié par Feldstein (1974), voir notamment Caussat, cette revue (1992).

6. Artus (1993) propose ainsi un modèle où la croissance résulte de l'accumulation de capital humain : dans ce contexte, le développement d'une capitalisation financière a un effet dépressif sur la croissance.

non pas un autre facteur de production <sup>6</sup>.

Enfin et surtout, ce qui rend difficile à arbitrer en termes d'efficacité entre le scénario de la répartition pure et le scénario de la répartition progressivement complétée par de la capitalisation, c'est que les avantages qui pourraient éventuellement être retirés du système ont un coût à court terme, ceci étant valable même en dehors de tout problème de ralentissement conjoncturel dû au déséquilibre épargne-investissement <sup>7</sup>.

Supposons en effet une situation de sous-accumulation. A long terme, grâce au rendement du capital supérieur au taux de croissance, il est exact que le système devra permettre d'acheter la même retraite avec un peu moins de contributions globales durant la vie active. Mais, comme on n'a rien sans rien, ceci se paye au prix d'un effort d'épargne immédiat par rapport à une répartition pure où les ajustements les plus importants pourraient être reportés au premier quart du siècle prochain. En termes plus techniques on dit que la répartition, même si elle était inefficace en régime permanent, reste « dynamiquement efficace » : le passage en capitalisation n'est pas améliorant au sens de Pareto, les gains à long-terme impliquent des sacrifices initiaux qui sont en général non compensables <sup>8</sup>.

Autrement dit, l'option de la transition vers le système mixte c'est « payer plus aujourd'hui pour que nous-mêmes ou la génération suivante payent un peu moins plus demain », ce qui peut être optimal avec une certain degré de préférence pour le futur ou d'altruisme intergénérationnel, mais n'est tout de même pas un argument radical.

163

### *L'argument prudentiel*

En définitive, face à l'espoir qui pouvait exister de trancher le débat répartition-capitalisation à l'aide d'arguments économiques peu contestables, force est d'admettre qu'on débouche sur une situation bien moins claire. L'argumentaire pro-capitalisation ne s'est pas pour autant effondré, mais il a dû se rabattre sur des considérations d'un autre ordre, à caractère davantage politico-économique.

L'une tient à l'attitude générale vis-à-vis de ce qu'on qualifie de prélèvements obligatoires. Peut-être la répartition pure reste-t-elle le moyen le plus efficace, théoriquement, pour maintenir le niveau de vie futur des retraités. Mais ceci suppose qu'on accepte l'augmentation des taux de cotisation en répartition. Or la tendance actuelle ne va pas en ce

7. Sur cet aspect des problèmes posés par la capitalisation, voir principalement Cornilleau et Sterdyniak (1995).

8. Un cas où la compensation serait possible serait la situation de croissance endogène avec externalité sur le capital, où l'épargne stimulerait la croissance d'une façon telle que même la première génération — celle qui doit cotiser « deux fois » — se trouve compensée en termes d'utilité sur cycle de vie. Mais ceci suppose une externalité de grande ampleur (Weil, 1993).

sens. Une meilleure pédagogie de ces prélèvements obligatoires pourrait certes y remédier, mais d'une façon qui sera au mieux partielle. Au total, à défaut d'être un optimum de premier rang, le développement de retraites préfinancées ferait donc figure d'optimum de second rang, face à la contrainte de plafonnement des prélèvements.

Qui plus est, le problème se renforce dans la mesure où ce qui est en jeu n'est pas notre propre résistance aux prélèvements obligatoires d'aujourd'hui, mais la résistance de la génération future, qui dépend de beaucoup d'inconnues. Le siècle prochain sera-t-il l'occasion de nouvelles « trente glorieuses » qui, comme celles dont nous sommes sortis il y a vingt ans, autoriseront une croissance rapide et indolore des prélèvements ? S'agira-t-il plus vraisemblablement d'une période de croissance molle qui rendra plus tendus les conflits de répartition ? Dans ce contexte, le choix de l'épargne retraite apparaît aussi comme un choix face à l'incertain. Nous avons certes peu de doutes sur le fait que les générations suivantes continueront à nous payer des retraites. Mais nous ne savons rien de ce que seront leur niveau relatif, ou leur degré d'indexation. En tout cas, ni les gestionnaires actuels de la retraite ni les gouvernements en place ne sont en mesure de nous garantir des conditions de liquidation identiques aux conditions actuelles.

164

Et ce motif de précaution vaut aussi vis-à-vis d'un autre facteur d'incertitude, qui est l'évolution future du marché du travail. La remontée de l'âge de la retraite serait certes une façon de contourner l'obstacle du taux de prélèvements obligatoires sans toucher au pouvoir d'achat relatif des pensions et sans recours à la capitalisation. Mais, outre que cette remontée aurait à être substantielle pour éviter tout problème, et pas forcément conforme aux préférences des agents, sa faisabilité se heurte à l'incertitude sur ce que sera demain l'évolution du marché du travail, et plus particulièrement pour les travailleurs âgés. Ainsi, l'épargne retraite fait-elle office de précaution face à un double risque : un risque concernant le consentement à payer de la part des actifs de demain, et un risque concernant la possibilité de maintien sur le marché du travail jusqu'à un âge élevé. À ce dernier égard, l'épargne-retraite pourrait aussi bien faire office d'épargne de préretraite, ce qui la rattache à l'épargne générale de précaution contre le risque chômage qui semble constituer l'une des explications de la hausse récente du taux d'épargne des ménages.

Finalement, une fois relativisés les argumentaires concernant la résistance aux chocs démographiques et au déficit d'épargne macro-économique, ces motivations à caractère plutôt prudentiel permettent aux défenseurs du préfinancement de se replier sur une position plus solide. Cette position résiste notamment à l'objection de l'allongement de la durée de vie, mentionnée plus haut : même si la capitalisation n'a pas

d'avantage intrinsèque face à cet allongement, elle reste une précaution utile pour prévenir les conséquences qu'il risque d'avoir sur les systèmes de répartition <sup>9</sup>.

A partir de là, le problème n'est donc plus tant de savoir s'il faut épargner pour sa retraite : il le faut probablement un peu, et les ménages semblent avoir commencé à le faire <sup>10</sup>. La question est de savoir combien et comment. Le reste de cet article n'abordera pas la question du combien : elle dépend de l'évaluation qu'on fait des risques qu'on vient de mentionner. En revanche, nous allons passer en revue les différents arguments qui ont pu et continuent à être échangés sur la question du comment.

### *Le débat sur les modalités*

Malgré son allure souvent technique, l'importance du débat sur les modalités n'échappe à personne. Plusieurs points sont en jeu. Un bon fil conducteur de l'analyse est de savoir si la capitalisation qui émergera pourra assumer sa part des objectifs actuellement dévolus aux seuls régimes sociaux. Se pose par ailleurs la question du degré de flexibilité qu'offriront les systèmes et, à cet égard, il n'est pas acquis que capitalisation doive rimer avec hyper-individualisation. Comme pour tout choix intéressant la collectivité, les individus, dont on aime supposer qu'ils préfèrent la liberté, peuvent fort bien renoncer à une partie de celle-ci en raison des avantages (externalités économiques et sociales) que ces régimes présentent. Il peut être individuellement rationnel de préférer, s'il est universel, un régime contraignant : plus les contraintes engendrent de bénéfices sociaux et plus les régimes rénovés devront être encadrés.

165

Nous allons aborder ces différents points à partir de trois questions. D'abord le problème institutionnel : à quel niveau doit être gérée cette épargne retraite ? Ensuite, quels sont les degrés de liberté laissés aux cotisants concernant l'adhésion, le rythme de cotisation, la portabilité, la date de liquidation, les modalités de sortie ? Enfin, quels sont les points réglementaires les plus importants dans l'organisation des fonds de capitalisation ?

### *A quel niveau organiser la capitalisation ?*

Plus la part de la capitalisation sera forte et plus critique sera la question de ses modalités d'organisation. Comment organiser la capita-

9. Voir par exemple une formulation récente de Kessler (1996) : « En choisissant d'épargner pour se prémunir contre les risques de l'existence, les français révèlent leur inquiétude devant l'allongement de la durée de vie et ses conséquences, notamment sur le niveau des retraites. »

10. Sur ce point, voir les analyses de Bonnet et Dubois (1995) et Sicsic et Villette (1995).

lisation ? Doit-elle être individuelle ? Doit-elle être organisée auprès des caisses complémentaires ou par le biais de fonds de pensions spécifiques aux entreprises ?

La solution collective universelle consisterait à majorer les cotisations des systèmes de répartition existants pour y démarrer une accumulation de réserves. Outre qu'elle serait peu cohérente avec la philosophie générale qui préside au fonctionnement de ces régimes, cette solution soulève plusieurs difficultés. D'une part, elle bute, comme la solution de la répartition pure, sur la difficulté d'augmenter dès aujourd'hui, un prélèvement qui serait de nature obligatoire, que ce soit par refus de cotiser dans le cas des revenus les plus élevés, ou par impossibilité de cotiser dans le cas des revenus les plus bas. A moins qu'on ne rentre dans une logique de substitution de la capitalisation à la répartition, à enveloppe de cotisations donnée : la constitution de réserves ne serait alors financée que par les économies réalisées sur les retraites en cours de versement, ce qui conduirait à pénaliser les retraités actuels. Se pose par ailleurs la question du cantonnement des réserves ainsi constituées et de leur protection contre le risque qu'elles soient indirectement utilisées à d'autres fins, comme source de liquidité, par le nantissement d'emprunts, ou encore pour le comblement des déficits publics <sup>11</sup>.

166

A l'autre extrême se trouve la solution purement individuelle qui a commencé à se manifester à travers l'engouement pour l'assurance vie : elle permet de constituer, sous des formes diverses, des compléments de revenu futur dans un but de lissage intertemporel. Elle représente une forme sauvage de capitalisation qui, elle aussi, comporte plusieurs inconvénients. D'une part elle est coûteuse en frais de gestion et de distribution puisqu'on constate empiriquement que les contrats collectifs sont, de ce point de vue, plus avantageux. Elle est extrêmement coûteuse fiscalement, ce qui a conduit récemment à une réduction des avantages fiscaux promis initialement. Surtout, les règles fiscales sont avantageuses pour les plus hauts revenus qui obtiennent un rendement apparent de leur épargne retraite plus élevé, d'autant plus qu'ils en sont plus massivement détenteurs. A la fois techniquement peu efficace et fiscalement anti-redistributive, cette épargne mérite donc d'être mieux organisée : la mise en place de capitalisation dans des cadres collectifs ne serait pour une part qu'une mise en ordre d'une prévoyance inégalitaire.

Autrement dit, les mesures strictement fiscales qui se sont développées en faveur de l'assurance vie ne constituent pas une politique de la retraite : elles sont révélatrices surtout des flottements et de l'inachève-

11. Les façons de capturer ces capitaux sont nombreuses. L'une consiste à modifier la fiscalité des produits financiers ; une autre consiste à forcer l'investissement sous forme de bons du Trésor.

ment de la doctrine fiscale au sens large, concernant les revenus des vieux salariés. On ne saurait y voir la marque d'un projet d'évolution cohérent.

Les fonds de pension constituent-ils alors la voie médiane optimale ? Le besoin d'une réforme plus radicale de l'épargne retraite se fait ressentir de plus en plus fortement. Les projets de fonds de pensions abondent depuis la sortie du Livre Blanc en 1991. Retenons les points les plus importants sur lesquels les convergences sont frappantes. Tout d'abord l'initiative de la création du fonds est laissée généralement aux partenaires sociaux de la branche ou de l'entreprise, plus encore qu'en Allemagne ou aux États-Unis, où les employeurs en ont pratiquement l'exclusivité. L'adhésion est volontaire. La gestion des fonds est externe et doit s'effectuer dans un cadre conforme au Code des Assurances. La portabilité ou transférabilité est garantie. La sortie se fait généralement en rente viagère, mais le choix entre rente ou capital est parfois préconisé<sup>12</sup>.

On peut certainement trouver des imperfections dans toutes ces propositions, puisque toutes, ou presque, ont voulu saisir l'occasion pour aborder la résolution d'autres problèmes, ce qui a entraîné l'adjonction de clauses parfois extrêmement détaillées et rigides, et n'a pas manqué de focaliser les critiques. Certains projets sont largement conçus comme des instruments de la politique salariale, en permettant l'abondement par exemple. Cette forme de capitalisation, tout en étant potentiellement importante en masse financière, a du mal à prétendre à une vocation universelle. Peu adaptée aux nouvelles formes de travail, qui se développent dans le cadre d'entreprises petites ou moyennes, elle ne s'inscrit qu'à la marge d'une réforme plus large à effectuer. Même généralisée, cette prime en forme de retraite risque de ne pratiquement pas toucher pas les carrières irrégulières, et moins encore que les régimes actuels. D'autres projets prennent le parti de permettre aux entreprises de garder en fonds propres une part substantielle de la capitalisation. L'inconvénient d'une telle règle d'allocation est que, tout en rendant plus forte l'incitation à la création, elle fait subir aux salariés des risques corrélés de chômage et de perte sur la retraite, en cas de difficultés.

Pour résumer, s'il est nécessaire de compléter les retraites par de la prévoyance, il est préférable que cette prévoyance soit organisée. L'externalisation et la portabilité évitent de faire subir au salarié les aléas économiques de son entreprise, au moins en ce qui concerne sa retraite. Il semble cependant que la liberté de créer ou non des fonds de capitalisation ne doive pas créer d'inégalité entre les salariés des PME et ceux des grandes entreprises, et que l'adhésion à une formule minimale doive être toujours possible, indépendamment du choix de l'entreprise.

12. Voir le tableau récapitulatif de Charpentier (1996, pp. 284-285).

### *Souplesse d'accès et conditions diverses*

La capitalisation ouvre théoriquement la possibilité que la phase d'accumulation soit conclue par une sortie en rente viagère ou en capital. Une question est souvent posée : faut-il imposer l'une des formes de sortie (disons la rente) ou faut-il aménager les conditions du choix ? Laisser le choix serait préférable s'il était neutre dans ses effets, or précisément cette liberté ne va pas sans quelques inconvénients, le principal étant que le choix ne se fera pas sans antisélection. Chaque cotisant choisit la formule qui lui convient le mieux : par exemple les gens en bonne santé, de forte espérance de vie, seront séduits par la rente. Apparemment marginaux, ces comportements bien connus des assureurs peuvent diminuer le rendement de la rente viagère. Ces phénomènes sont potentiellement plus forts encore pour les couples motivés par les clauses de réversion dès lors que la réversion ne dépend pas de l'âge du conjoint. Ajoutons que les capitalisations les plus importantes des salariés les mieux payés sont plus coûteuses en moyenne du fait de la corrélation positive entre revenu d'activité et longévité. Là encore, l'addition de comportements individuellement rationnels peut contribuer à rendre la rente peu attractive, décourageant davantage certains types de clients.

168

L'expérience des plans Madelin destinés aux indépendants ne doit pas suffire à récuser la sortie en rente. La relativement faible diffusion de cette solution est imputée à la contrainte de la sortie en rente viagère. C'est sans doute vrai. Mais observons le taux de conversion en rente qui est offert, c'est-à-dire le rapport du versement périodique au capital immobilisé. Puisque les offres contractuelles de sortie sont calées sur l'expérience des marchés privés de rente, il est logique que ces taux de conversion soient faibles. Les marchés actuels de rente sont le produit de conditions où extrêmement peu d'individus sont acquéreurs. Leur représentativité est mauvaise, leur mortalité est significativement inférieure à la mortalité moyenne, et le surplus de rentabilité par rapport à un investissement classique est faible. La sortie obligatoire en rente viagère constitue par principe un groupe dont la proximité avec la moyenne est plus affirmée, et auquel de meilleurs termes financiers peuvent être offerts. La pédagogie doit jouer son rôle là aussi : c'est aussi l'allongement de la durée de vie qui oblige les assurances à une certaine prudence dans la définition des taux de conversion et dans les garanties d'évolution.

Outre l'argument d'antisélection s'ajoute un élément d'aléa moral, ou d'incitation perverse, en défaveur de la sortie complète en capital. Les retraités trop prodigues risquent de rester à la charge de la société. Cette prodigalité n'a pas forcément des motivations joyeuses : ce choix peut être fait sous la pression de l'entourage (transferts aux proches) ou pour

des raisons d'un besoin de liquidité qui n'est que temporaire (endettement, achat immobilier sur-dimensionné, accidents de la vie). Ces choix, pour légitimes qu'ils puissent être, n'ont pas à bénéficier de l'encadrement fiscal et réglementaire de l'épargne retraite.

Un moyen de conserver la liberté individuelle apparemment sans trop subir l'antisélection est l'individualisation des taux de conversion sur examen médical. Le résultat en est d'accentuer des différences dont les fondements statistiques sont en général mal perçus. La théorie de l'assurance apporte des éclairages intéressants à cet égard : je ne sais pas si demain je serais un bon ou un mauvais client pour de la rente viagère (c'est-à-dire si mes perspectives de survie seront respectivement mauvaises... ou bonnes). Face au risque de payer cher si je suis mauvais risque, je préfère aujourd'hui la certitude de ne payer qu'un prix moyen, je m'assure de cette façon contre le risque d'être mauvais risque. La contrepartie, c'est qu'il me sera impossible, si mes perspectives de survie sont médiocres, de réclamer un capital... L'obligation de sortie en rente est donc parfaitement acceptable y compris d'un point de vue individuel dans la perspective d'un engagement à long terme. En tout cas, si choix il doit y avoir, mieux vaut qu'il soit précoce : choisir tôt le type de sortie que l'on préfère atténue fortement les inefficacités dues aux asymétries d'information. Repousser la conversion en rente sous prétexte de souplesse et de liberté est une stratégie coûteuse. Les taux de conversions s'écartent d'autant plus d'un taux représentatif de la population moyenne qu'on avance en âge. Quelles qu'en soient les raisons, c'est donc aux âges où l'intérêt pour la rente s'accroît que son coût devient prohibitif. De fait, au-delà de 75 ans, on constate qu'il est à peu près impossible de convertir un capital en rente viagère, alors qu'à cet âge l'espérance de vie moyenne est encore de l'ordre de dix années.

169

Pour la partie de la capitalisation qui est la plus largement diffusée, la sortie en rente reste sans doute la plus efficace. Mais un dosage, là encore, peut être défini. D'ailleurs le choix existe : tant par la décision de participer à ces plans que dans la détermination des montants, les salariés montrent leurs préférences, puisqu'ils n'ignorent pas ce à quoi ils s'engagent. Remarquons d'ailleurs que cette souplesse des cotisations, malgré leur irréversibilité, introduit elle aussi un risque d'antisélection.

En définitive, la sortie en rente apparaîtrait davantage comme un moyen d'assurer que l'épargne retraite n'est pas un prétexte. Ainsi, pour certaines formes de contrats collectifs (épargne d'entreprise, etc.), les groupes concernés feront leur choix, mais l'avantage qu'ils en tireront doit s'appuyer sur l'aspect collectif et non sur un abus d'avantages fiscaux s'ils préfèrent la sortie en capital. L'avantage fiscal accordé à l'épargne retraite se conçoit mieux avec certaines contraintes : en l'es-

pèce l'illiquidité, donc la sortie obligatoire en rente. La plupart des motifs pouvant justifier la sortie en capital, tels que l'achat immobilier ou la transmission, bénéficient d'un appareillage fiscal spécifique. Il est inutile d'entretenir la confusion.

### *Des contributions aux prestations*

Troisième aspect du débat sur les modalités, l'opposition schématique entre systèmes à prestations définies ou contributions définies. Les prestations définies sont naturellement moins adaptées à la capitalisation : le risque subi par les fonds est un risque de marché, c'est-à-dire un risque inassurable. Toute garantie sérieuse de prestation se fait au prix d'une baisse très sensible de la rentabilité espérée, mais il n'est pas évident que leur aversion pour le risque soit si grande que les agents veuillent systématiquement une telle sécurité à un tel prix. D'une façon générale, les prestations définies sont difficiles à assurer, elles n'enlèvent pas l'incertitude, elles la reportent soit sur les contributeurs futurs dans un système de répartition, soit sur un organisme financier dans le cas de la capitalisation<sup>13</sup>. Les risques macro-économiques indiversifiables ne peuvent pas être épongés par quelque astuce de technique financière.

170

Les contributions définies, en transférant le risque sur le pensionné, permettent aux gestionnaires de fonds une marge de manoeuvre plus grande. Mais elles soulèvent d'autres questions. Tout d'abord le transfert du risque au travailleur ne peut pas s'effectuer sans compensation pour lui : il semble naturel que le mode de gestion du stock de ses contributions doive rester un choix pour lui, l'ingénierie financière classique permettant de proposer des formes d'épargne plus ou moins risquées. Par ailleurs, il faut savoir définir un rapport entre contribution et prestation qui soit soutenable.

Une formule consiste à fixer la rente au moment de la liquidation. Or les fonds capitalisés sont soumis à des risques financiers durant leur accumulation. Cette formule présente l'inconvénient de laisser une grande importance à l'état des marchés financiers à la date de conversion. On peut limiter ce risque en établissant une rente variable avec intéressement au produit financier du fonds. Elle laisse une certaine incertitude sur l'évolution des versements, mais cet aléa pourrait être mieux accepté.

Quoi qu'il en soit, l'orientation vers un système mixte prise en France enlève une partie de la portée du débat sur les contributions ou les prestations définies et leur différentes modalités, puisque, d'une part, la répartition assure un caractère relativement défini à une bonne part des

13. Les entreprises formant des fonds de pension transfèrent en général contractuellement le risque à l'organisme financier qui collecte la capitalisation.

prestations, et parce que, d'autre part, le compromis entre sécurité et rentabilité peut être décidé par le choix entre les différentes formes de rentes viagères. En revanche, il est dangereux d'aller au delà et de demander à l'Etat de s'engager à jouer le rôle de réassureur contre les risques d'ordre macro-économique<sup>14</sup>. Ceci entretiendrait la confusion entre ce qui est de l'ordre de la répartition et ce qui est de l'ordre de la capitalisation : une telle garantie reporte le risque sur les contribuables. Tout l'intérêt de la mixité est d'enlever tout fondement à des interventions de ce type.

Un partage optimal du risque amène après tout à partager les gains et les pertes et la coexistence coordonnée des deux formes de financement permet de combiner les avantages des deux formules: c'est une diversification des risques, c'est une façon naturelle d'aboutir au compromis prôné par la plupart des analystes. De toute manière, l'étanchéité des deux volets des régimes de retraite ne sera jamais que partielle. On peut imaginer facilement comment la répartition pourrait évoluer : les bonnes performances financières devraient naturellement être une source d'économie pour la répartition, inversement, les déboires financiers devront être compensés par un effort sur le régime redistributif entre générations. Et tout ceci sans que les comptes individuels de capitalisation aient à subir la moindre spoliation.

171

### *Gestion et règles prudentielles*

Jusqu'à présent, l'expérience a montré que les régimes trop particuliers sont fragiles. Leur autonomie n'a été possible que grâce à une solidarité intervenant dans des circonstances variables, toujours de façon non contractuelle. La même fragilité risque d'apparaître pour des fonds de pension, dès lors que ces nouveaux régimes sont susceptibles de connaître des différences de rendement de l'épargne en vue de la retraite. Savoir si des mécanismes de compensation seront mis en place reste à déterminer. En toute hypothèse, ils devraient prendre une forme plus réglementée que la solidarité informelle qui a pu prévaloir jusque-là, et se limiter aux cas d'extrême difficulté, la solution devant d'abord être recherchée dans la généralisation des règles de bonne gestion.

Cette gestion des fonds pose des questions inhabituelles pour le grand public. Les caisses de retraite actuelles n'ont pas accumulé les compétences techniques pour assurer la gestion financière des capitaux. Cette compétence est plutôt du ressort des banques et des compagnies d'assurance. Que les fonds de pension doivent être régis par le Code des Assurances fait, en pratique, l'objet d'un consensus. Cependant, les

14. Il n'en va pas de même, évidemment, pour le rôle de réassureur contre les risques de faillite locale.

banques et les assurances françaises, quoi qu'elles en disent, n'ont pas non plus une expérience de grande ampleur dans ce secteur, où l'horizon est très lointain (il peut s'écouler quatre-vingts ans entre le premier franc versé et le dernier franc reçu). Les techniques financières appropriées aux fonds de pension font l'objet de discussions et d'études et ne concernent dans la pratique qu'un nombre limité d'experts qu'il reste, pour une bonne part, à former en France. On doit s'attendre à la création de nouvelles sociétés et les grands assureurs internationaux y contribueront.

La concurrence sur les performances entre gestionnaires de fonds est une solution libérale qui mérite d'être attentivement discutée. Contrairement à ce que l'on a pu croire, les coûts des compagnies d'assurance dans la gestion des comptes ne sont pas nécessairement faibles, même s'ils sont concurrentiels. Une grande partie de leurs frais provient des coûts de distribution et de marketing qui semblent indispensables à leur survie. L'exemple du Chili illustre bien la dérive d'une libéralisation radicale qui tire profit à la fois d'un manque de culture financière du public et peut-être même de défaut de réglementation, et qui semble déboucher sur des coûts de gestion très élevés<sup>15</sup>. Il faut espérer que le système y résistera, mais l'instabilité qui en résulte va à l'encontre des objectifs que ce système s'était initialement assignés : une concurrence engendrant des effets de sélection darwinienne présente, pour la matière des retraites au moins, dont la pérennité est cruciale, des conséquences fâcheuses.

172

Les règles prudentielles qui doivent être suivies par les fonds sont un élément important du débat. Les bons du Trésor indexés sont souvent présentés comme permettant de créer l'actif le plus approprié aux fonds de pension. Ce raisonnement d'inspiration microéconomique fonctionne mal au niveau macroéconomique. Supposons que toute la retraite par capitalisation soit constituée de bons du Trésor. Les impôts destinés au remboursement des titres étant financés par les générations futures, la structure de financement est analogue à celle de la retraite par répartition. S'y ajoute l'inconvénient que ses effets redistributifs sont peu clairs. De plus l'énormité des fonds de pension à terme peut rendre tout à fait inadéquat le rapport entre les offres et demandes de tels actifs. Enfin, la lourdeur de gestion d'une telle dette pour un état pose problème pour sa liberté budgétaire.

L'argument de mise à disposition de fonds propres pour les entreprises est plus séduisant si l'on retient l'hypothèse que l'économie est en régime de sous-accumulation structurelle. Mais, outre le fait que, comme on l'a mentionné, il n'existe pas de caractérisation simple de la sous-accumulation, cette vision de la question reste un peu trop nationale.

15. Qui se traduisent d'ailleurs par une résistance à la collecte des contributions, qui prend parfois un retard alarmant.

Les mêmes raisons qui rendent réticents les fonds de pensions étrangers à entrer dans le capital des entreprises françaises (alors même que leurs portefeuilles contiennent des prises de participation dans divers pays) peuvent freiner cette forme de participation des fonds français aux entreprises françaises. Pensons aux faibles droits des actionnaires minoritaires, au manque de transparence des conseils d'administration, à la faible activité du capital risque.

Les actions sont l'objet de la plus grande fascination et des plus grandes craintes. Historiquement, le rendement d'un portefeuille d'actions diversifié domine celui de toute autre combinaison. Mais, étant donné les risques, la responsabilité des financiers est très difficile à évaluer : la distinction est subtile entre ce qui relève de la chance ou de la compétence, aussi bien que de l'impéritie ou de la malchance. Ne pas concentrer trop les pouvoirs de décision et ne pas survaloriser les plus belles apparences sont des principes de sagesse. La contrepartie de l'individualisation et de l'accroissement de l'épargne de long terme est une sensibilité accrue de l'opinion publique. Le suivi quotidien des bourses est une source d'anxiété forte dont la traduction politique, dans les moments de crise, risque d'être embarrassante : que fera-t-on des moins values, des faillites, ou même des résultats exceptionnels ? Jusqu'où tient la non-intervention, et si l'on doit intervenir, quels intérêts primeront ?

173

Pour reprendre la question qui a fourni le titre de l'article, que reste-t-il, en définitive de ce débat répartition-capitalisation ? Le premier jugement que l'on peut porter est que les réflexions des années écoulées ont aidé à remettre la capitalisation à sa juste place : ni solution miracle, ni repoussoir, elle doit pouvoir jouer son rôle dans la préparation de la retraite. Mais ce rôle ne sera au mieux que partiel, et la réflexion sur la capitalisation doit-être replacée dans un cadre global. La question centrale de la retraite est celle de l'organisation et de la gestion du temps de travail au cours d'un cycle de vie qui jusqu'à nouvel ordre, n'a cessé de s'allonger. Le développement d'une capitalisation complémentaire à la répartition est peut-être l'une des façons d'accommoder la contradiction entre une durée de vie totale qui s'accroît et un temps de travail qui raccourcit, mais elle ne saurait être la seule.

Si tel est le rôle assigné à la capitalisation, en tout cas, la réglementation qui l'encadrera doit viser à ce qu'elle soit bien adaptée à cette finalité, en évitant qu'elle puisse être détournée à d'autres fins. Sur cet aspect le pragmatisme est de mise : c'est sur l'expérience que les systèmes de retraite se construisent et évoluent.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ApRoberts, L. et Reynaud, E., éd. (1991) « Les retraites complémentaires: acteurs, enjeux, perspectives », La revue de l'IRES, n° 15.
- Artus, P., Bismut, Cl. et Plihon, D. (1993) *L'épargne*, PUF.
- Artus, P. (1993) « Bien-être, croissance et système de retraite », *Annales d'économie et de statistique*, n° 31, pp. 101-127.
- Artus, P. (1995) « Retraites et croissance de l'économie : une mise en perspective », in *Les retraites : genèse, acteurs, enjeux*, B. Cochemé et Fl. Legros, éd., Armand Colin.
- Blanchet, D. (1990) « Retraites par répartition et par capitalisation selon le contexte démographique : quelques résultats comparatifs », *Annales d'économie et de statistique*, n° 18, pp 63-90.
- Blanchet, D., Lenseigne, F. et Ricordeau, P. (1996) « Les transferts intergénérationnels », in *L'économie française, édition 1996*, INSEE/Livre de Poche.
- Bonnet, X. et Dubois, E. (1995) « Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990 ? », *Economie et prévision*, n° 121, pp. 39-58.
- Caussat, L. (1992) « Retraite et épargne: historique d'un débat dans la littérature américaine », *Revue d'économie financière*, n° 23, pp. 159-182.
- Charpentier, F. (1996) *Retraites et fonds de pension : l'état de la question en France et à l'étranger*, Economica.
- Cornilleau, G. et Sterdyniak, H. (1995) « Les retraites en France : des débats théoriques aux choix politiques », in *Les retraites : genèse, acteurs, enjeux*, B. Cochemé et Fl. Legros, éd., Armand Colin.
- Davis, E.P. (1995) *Pension funds, retirement-income security and capital markets : an international perspective*, Oxford University Press.
- Feldstein, M. (1974) « Social security, induced retirement and aggregate capital accumulation », *Journal of political economy*, vol. 82,
- Kessler, D. (1990) « Introduction générale », *Economie et statistique*, n° 233, pp. 3-8.
- Kessler, D. (1996) « Allegro ma non troppo », *Assurer*, n° 32.
- Le Bras, H. (1992) *Marianne et les lapins : l'obsession démographique*, Hachette/Pluriel.
- Sicsic, P. et Villetelle, J.P. (1995) « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages ? », *Economie et prévision*, n° 121, pp. 59-64.
- Weil, Ph. (1994) « The transition from unfunded to funded social security might not be as painful as you think », miméo.