

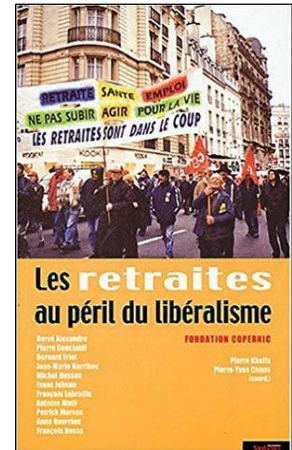
# La capitalisation, non merci !

Michel Husson, 2002\*

« Un penny placé à la naissance de Notre Seigneur Jésus-Christ, à intérêts composés de 5 %, aurait grandi et atteindrait aujourd'hui une somme plus importante que celle que contiendraient 150 millions de monde, tous faits d'or massif ».

Richard Price, 1772<sup>1</sup>

Pour échapper à la supposée implosion des retraites par répartition, il faudrait donc, nous dit-on, introduire une dose de capitalisation. Certes, ces deux systèmes de financement présentent d'importantes différences : dans la répartition, la cotisation versée par les employeurs au prorata de leur masse salariale sert à payer les pensions des retraités ; en capitalisation, au contraire, la pension est une rente qui provient de l'épargne accumulée par chacun durant sa vie de travail. Mais on ne voit pas bien le rapport : en quoi le mode de financement peut-il modifier la somme à financer ? Cette question est d'autant plus légitime que, sous certaines conditions, les deux systèmes, répartition et capitalisation, ont des propriétés équivalentes. Ce petit détour par le monde de la théorie nous permettra d'interroger sur la supériorité revendiquée par le système par capitalisation. On montrera que les arguments en sa faveur sont souvent contradictoires et bien peu convaincants, avant d'expliquer pourquoi le système par répartition est parfaitement capable d'accompagner les évolutions démographiques à venir.



## L'équivalence entre capitalisation et répartition

Cette réflexion peut partir d'une remarque de bon sens : s'il y a plus de personnes âgées, ne faudra-t-il pas, de toute manière, leur payer des retraites qui représenteront une part forcément plus importante de l'ensemble des revenus ? Et pourquoi ce constat serait-il modifié selon que ces retraites proviendraient de cotisations ou de produits financiers ? On retrouve intuitivement l'idée d'une équivalence fondamentale entre les deux systèmes.

Ce principe d'équivalence a été établi par le prix Nobel Paul Samuelson<sup>2</sup> dès 1958, dans le cadre d'une comparaison entre deux systèmes purs arrivés à maturité, l'un en répartition, l'autre en capitalisation. Le théorème d'équivalence consiste à établir que les cotisations versées en répartition sont équivalentes aux dépôts effectués en capitalisation, et ceci à deux conditions. La première est que la population soit stable, autrement dit que sa structure par âges reste inchangée ; la seconde condition porte sur l'égalité entre le taux de croissance de l'économie et le taux d'intérêt réel, hypothèse classique dans les schémas théoriques de long terme, souvent appelée « règle d'or ».

---

\* Ce document rassemble trois chapitres de *Les retraites au péril du libéralisme*, Fondation Copernic, Syllepse, 3ème édition remaniée, 2002. Co-auteurs : Hervé Alexandre, Pierre Concialdi, Bernard Friot, Jean-Marie Harribey, Michel Husson, Isaac Joshua, Pierre Khalfa, François Labroille, Antoine Math, Patrick Morvan, Anne Querien, François Rosso.

<sup>1</sup> *An appeal to the Public on the subject of the National debt*, cité par Marx dans *Le Capital*, Livre 3, chapitre 24.

<sup>2</sup> Paul A. Samuelson, « [An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money](#) », *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, 1958.

On peut se dispenser ici d'une démonstration détaillée, mais il vaut la peine d'insister sur cette similitude entre les deux systèmes. Si l'on considère une année donnée, les retraites par répartition sont payées à partir des cotisations versées la même année par les salariés actifs, et ce transfert constitue l'essence même de la répartition. Mais il n'en va pas très différemment en capitalisation. Comment fonctionne en effet un fonds de pension ? Ses ressources sont constituées de deux éléments : d'une part, les versements réguliers effectués par les actifs qui épargnent pour leur retraite et, d'autre part, les intérêts ou dividendes des titres qui constituent le fonds proprement dit. Ces ressources doivent d'abord couvrir les frais de gestion du fonds (qui incorporent en général un profit confortable) mais elles sont pour l'essentiel consacrées à deux usages, dont l'importance relative dépend du degré de maturité du régime. Dans une première phase, le fonds recapitalise les revenus financiers reçus et achète donc de nouveaux actifs financiers.

Mais, à mesure que le fonds arrive à maturité, il faut bien payer des retraites. Cette liquidation peut se faire par versement d'un capital lors du passage à la retraite, ou par le versement d'une rente, ce qui suppose alors un calcul actuariel compliqué pour anticiper l'espérance de vie des retraités. Finalement, un tel fonds ne fonctionne pas de manière tellement différente d'un régime par répartition, puisque, chaque année, les dépôts des actifs – qui entrent dans le fonds – paient les rentes des retraités – qui en sortent. En régime de croisière, on peut arriver à une situation d'équilibre où les dépôts sont équivalents aux sorties en capital, et on arrive alors à une stricte équivalence. Et une modification de la proportion entre actifs et retraités déstabilise de la même manière un fonds de pension, puisque les dépôts nouveaux ne couvrent plus les sorties.

Il est nécessaire de rappeler tout cela pour dissiper une assimilation erronée entre la répartition qui privilégierait la consommation, et la capitalisation qui favoriserait l'épargne. C'est faux en régime permanent, car les retraités par capitalisation consomment leurs pensions de la même façon qu'en répartition : leur capital doit être revendu à cet effet. On peut reprendre ici la mise au point utile de Jean Cassandre<sup>3</sup> : *« cette phase de revente est souvent passée sous silence par les chantres de la capitalisation et certains en viennent à croire que ce sont seulement les intérêts des placements qui serviront à financer les prestations. En réalité, les intérêts perçus au cours des années de contribution doivent nécessairement être capitalisés et la revente de l'ensemble des titres ainsi acquis est indispensable pour servir, au moment de la liquidation des droits, le capital ou la rente périodique. »* Dans les deux cas, la part du revenu national qui revient aux salariés (actifs et anciens actifs) se décompose en deux parties : des salaires nets versés aux salariés en activité et des pensions versées aux retraités. C'est pourquoi, sauf mention contraire, les termes de masse salariale et de part salariale feront dorénavant référence à cet agrégat (salaires + retraites).

Cette équivalence se retrouve encore sous un autre aspect, à savoir la « contemporanéité » des biens et services consommés par les retraités. En répartition, cette logique est transparente : chaque année, les pensions versées aux retraités sont payées par une cotisation prélevée sur les actifs. Il y a une solidarité inter-générationnelle, gagée sur la pérennité du système et la garantie qu'il offre aux salariés d'aujourd'hui. Les sommes ainsi distribuées sont utilisées pour acheter une partie des richesses produites cette année-là (une autre partie étant éventuellement épargnée). Les repas et les sorties que s'offrent aujourd'hui d'actifs retraités n'ont pas été stockés il y a vingt ans, ils correspondent à des

---

<sup>3</sup> Jean Cassandre, « Retraites : le mirage de la capitalisation », *Droit social* n°6, juin 1991

biens et services actuels. Pour reprendre la formule éclairante de Jean Cassandre, « *il n'existe pas de frigo économique* » et ce sont, à tout instant, les travailleurs actifs qui font vivre les inactifs. Ils produisent des biens et services dont la valeur est distribuée sous forme de revenus monétaires, parmi lesquels figurent les transferts sociaux et donc les retraites. C'est cette activité productive qui permet la vie de tous : c'est vrai aujourd'hui, et ce sera vrai dans vingt ou quarante ans. Personne n'imagine un instant que l'on va, maintenant, garder en conserve le blé pour le mettre sur la table des retraités en 2040, ou bien que l'on va demander aux médecins actuels de mettre au congélateur leurs services pour soigner la population à cette date-là, pas plus qu'on ne va exiger des cheminots qu'ils rangent en magasin leurs services de transports pour nous promener dans quarante ans. Les biens et les services, tout comme les revenus qui leur correspondent, sont disponibles et distribués parce qu'est mis en œuvre en permanence un travail productif. Les revenus versés à chaque période sont un flux et non un stock ni un prélèvement sur un stock. De ce fait, en aucune manière, la capitalisation, via des fonds de pension ou d'épargne salariale ne peut constituer une solution collective à un problème d'ordre démographique. Si le nombre d'actifs (qui font des dépôts) augmente par rapport au nombre de retraités (qui retirent leurs fonds) alors un système par capitalisation connaîtra les mêmes tensions qu'un système par répartition.

La supériorité du recours à l'épargne repose sur une illusion : en préparant dès aujourd'hui sa retraite, on adopterait un comportement raisonnable consistant à ne pas s'en remettre aux aléas du lendemain. Ce comportement de fourmi prévoyante permettrait d'éviter les déconvenues auxquelles s'exposeraient les cigales insouciantes. Il y a là d'ailleurs un argument politique qui insiste sur la supposée insouciance des partisans de la répartition. En réalité, on ne peut transférer dans le temps qu'un pouvoir d'achat nominal, ce qui veut dire que la contrepartie en biens et services n'est pas garantie à l'arrivée. Il y a donc un risque inhérent à toute forme de capitalisation.

Tout cela a été fort bien expliqué dans ses commentaires annexés au rapport Davanne par le commissaire au Plan, Jean-Michel Charpin, à qui Lionel Jospin commandera ensuite un autre rapport sur les retraites : « *C'est dans l'économie réelle que se situe la véritable difficulté (...) la finance ne sait pas transférer dans le temps des créances réelles* ». Si, dans vingt ans, les revenus globaux distribués (et parmi eux les retraites capitalisées) devaient être supérieurs à la production disponible, il y aurait à ce moment augmentation de l'inflation, car « *le niveau général des prix est endogène* ». Autrement dit, « *pour chacun des dispositifs envisagés, il faut expliciter comment il engendrera une quantité supplémentaire de biens et services* ». Voilà assurément un excellent principe.

### Du rendement supérieur de la capitalisation

Les avocats de la capitalisation font valoir que la principale condition d'équivalence n'est pas respectée, puisque le taux de rendement financier a été durablement supérieur au taux de croissance de l'économie. Il est alors possible de développer l'argumentaire suivant : « *Parce que l'épargne-retraite correspond généralement à un placement de longue durée, le différentiel de rendement entre systèmes joue avec un extraordinaire effet de levier sur l'épargne nécessaire pour préparer sa retraite : un franc immobilisé pendant trente ans devient 1,8 franc ou 4,3 francs selon qu'il est placé à 2 % (rendement du régime par répartition) ou 5 % (ordre de grandeur raisonnable pour le rendement sur longue période d'un portefeuille diversifié). Ainsi, à l'évidence, pour atteindre un même niveau de prestations, un système fondé sur l'épargne est*

*beaucoup moins coûteux (le taux de prélèvement peut être multiplié par plus de trois quand le rendement réel chute de 6 % à seulement 2 %).* »<sup>4</sup>

Une argumentation semblable se trouve sous la plume de Martin Feldstein, le président du NBER (Bureau National de la Recherche Economique) qui représente une référence incontournable dans ce débat. Dans un article récent <sup>5</sup>, il explique qu'un « *fonds d'épargne dont le taux de rendement réel est de 9 % peut procurer la même retraite pour une fraction de son coût dans un système par répartition.* » Plus précisément encore, la cotisation de 12,4 % du système américain de « sécurité sociale » pourrait « *être remplacée par un dépôt d'épargne obligatoire équivalent à 1,5 % des revenus* ». Cela revient aussi à dire que si les salariés plaçaient en épargne-retraite des sommes équivalant à leurs contributions actuelles, ils obtiendraient une retraite six fois plus élevée ! Il devient même possible de récuser l'argument sur la transition entre les deux systèmes, selon lequel il faudrait que les actifs paient pour les retraités d'aujourd'hui en même temps qu'ils devraient épargner pour leur propre retraite. Avec les chiffres que donne Feldstein, on n'aurait pas à payer deux fois mais seulement à rajouter 2 % ! On en vient à se demander si ces calculs ne sont pas truqués, mais ils sont corrects, à partir du moment où l'on raisonne sur un taux de rendement des actifs de 9 %, certes très élevé mais correspondant à la réalité observable actuellement. Avec 3,2 % de rendement, les deux systèmes sont comparables, ce qui correspond d'ailleurs grosso modo au taux de croissance de l'économie, de telle sorte que l'on retrouve encore une fois le principe d'équivalence.

Cet argument de rendement, supposé fonder la supériorité de la capitalisation, y réussit peut-être trop bien : à trop vouloir prouver... On ressent en effet une certaine gêne devant cette solution miracle, par exemple quand Davanne explique que la capitalisation pourrait être trois fois moins coûteuse que la répartition. Il suffirait donc de placer son argent dans un fonds de pension pour avoir trois fois plus de retraite qu'en répartition ! Cette multiplication des petits pains doit être examinée en détail. On pourrait ici invoquer la théorie de la valeur qui permettrait d'aller au fond des choses et de montrer pourquoi ce nominalisme actuariel se heurte à des obstacles insoupçonnés de celui qui manie sa calcullette financière. Mais il suffit de se poser ingénument la question suivante : si le produit national croît à 2, 3 ou 4 % l'an, est-il possible que la somme des revenus caracole à 5, 6 ou 7 % l'an (sans parler des 50 % obtenus en Bourse) ? Evidemment non : si certains revenus croissent plus vite que le produit, cela revient à dire qu'ils augmentent leur part dans le revenu total, et cela ne peut se faire que par une baisse compensatoire d'une autre forme de revenu. Tout différentiel entre taux de rendement financier et taux de croissance de l'économie est par conséquent l'indice d'une déformation dans la répartition des revenus.

Indépendamment même du fait de savoir si le maintien de rendements financiers élevés est souhaitable, on voit bien ce que le plaidoyer peut avoir d'illusoire. Si les salariés décidaient d'indexer une partie de leurs revenus sur le profit, la situation se dénouerait autrement, et on retrouverait alors indirectement la règle selon laquelle les revenus ne peuvent pas croître plus vite que les biens et services qui en sont la contrepartie. Quelles sont en pratique les forces de rappel qui empêcheraient d'assister à de telles dérives ? La première passe par les

---

<sup>4</sup> Olivier Davanne, [Retraites et épargne](#), rapport pour le Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, 1998.

<sup>5</sup> Martin Feldstein, « The Case for Privatization », *Foreign Affairs*, Juillet-Août 1997.

taux de rendement des fonds de capitalisation dont la supériorité ne peut que s'auto-détruire. C'est ce qu'avait exprimé très clairement le député socialiste Jérôme Cahuzac, sans d'ailleurs s'apercevoir que son argument valait aussi pour son projet d'épargne salariale : « *le passage massif à la capitalisation ferait disparaître l'attrait même de la capitalisation, à savoir le rendement réel élevé des actions représentatives (sic) du capital productif* »<sup>6</sup>. L'OCDE explicite le mécanisme : « *Lorsque la génération du baby-boom commencera de prendre sa retraite, d'ici 10 à 20 ans, les représentants de cette génération seront très certainement vendeurs nets d'au moins une partie des actifs financiers qu'ils auront accumulés durant leur vie active. Or, la génération plus jeune étant beaucoup moins nombreuse, le prix des actifs financiers pourrait s'en trouver déprimé. En outre, et là encore du fait que la génération plus jeune sera moins nombreuse, le capital physique deviendra comparativement plus abondant que la main-d'oeuvre, et cela pèsera sur les rendements du capital réel. Par conséquent, il n'est pas impossible que la génération du baby-boom s'aperçoive, une fois qu'elle sera à la retraite, que les retraites que lui assurent les fonds de pension sont moindres que ce sur quoi elle comptait sur la base de l'extrapolation des tendances actuelles* »<sup>7</sup>.

C'est la leçon de l'exemple américain que Patrick Artus, directeur des études à la Caisse des Dépôts et Consignations, résume d'une formule frappante : « *Une génération nombreuse risque fort de payer cher (ou même trop cher) des actions qu'elle revendra moins cher au moment de prendre sa retraite. Autrement dit, le rendement de la retraite par capitalisation est faible pour une génération nombreuse, alors qu'il est élevé pour une génération peu nombreuse* »<sup>8</sup>. C'est une énorme escroquerie intellectuelle qui est ainsi mise à nu : contrairement à l'argumentaire officiel selon lequel les tensions démographiques militent en faveur de la capitalisation, ce dernier système apparaît particulièrement sensible aux inflexions démographiques prévisibles, et même sans doute plus qu'un régime à répartition.

La seconde force de rappel est l'inflation. Si, pour une année donnée, le pouvoir d'achat distribué par les fonds de pension ne trouve pas d'équivalent sous forme de biens et services disponibles cette année-là, alors l'ajustement de l'offre à une demande artificiellement gonflée se fera par le truchement de l'inflation. C'est cette fois l'inflation qui servirait à dévaloriser des gains en capital excessifs et c'est là que la formule elliptique du commissaire au Plan prend tout son sens : « *le niveau général des prix est endogène* ». Encore une fois, seule la croissance de l'économie peut créer les biens et services qu'achèteront les retraités : l'idée que l'on peut obtenir le même résultat grâce à des placements bien rémunérés est une illusion d'optique. Ces rendements élevés sont par nature réservés à une minorité privilégiée, et l'étendue des revenus qu'ils procurent est bornée par la valeur créée dans la sphère réelle.

Ceci conduit d'ailleurs à soulever cette autre question : où sont les projections établissant la supériorité de la capitalisation en 2040 ? Le rapport Charpin<sup>9</sup> s'est rendu célèbre en prétendant connaître à l'avance le taux de chômage moyen pour les 40 ans à venir mais restait étrangement muet sur l'évolution du Cac40. Or c'est de lui que dépendrait évidemment le montant réel des pensions versées.

---

<sup>6</sup> Jérôme Cahuzac, Note à l'attention d'Augustin Bonrepaux et de Didier Migaud, Assemblée nationale, juillet 1998.

<sup>7</sup> OCDE, *Préserver la prospérité dans une société vieillissante*, 1998.

<sup>8</sup> Patrick Artus, « Le lien entre démographie et cours boursiers : attention à vos retraites investies en actions », *Flash CDC* n°98-45, 9 avril 1998.

<sup>9</sup> Jean-Michel Charpin, *L'avenir de nos retraites*, Commissariat général du Plan, 1999.

## Le paradoxe de la transition entre systèmes

Admettons pour un instant que cette piètre argumentation emporte la conviction. Comment fait-on alors pour passer de la répartition à la capitalisation ? C'est la question de la transition qui s'est posée concrètement dans plusieurs pays d'Amérique latine qui, à l'instar du Chili, ont organisé un basculement intégral. La difficulté est la suivante : les « cotisations » du nouveau régime par capitalisation sont placées sur les marchés financiers et ne peuvent donc servir à payer les retraites correspondant à l'ancien système. Les actifs devraient donc cotiser deux fois : une fois pour payer les retraites des inactifs qui bénéficient de la répartition, et une seconde fois pour leurs propres retraites par capitalisation. Plusieurs systèmes ont été utilisés pour résoudre cette difficulté. L'Argentine a adopté un système qui revient à « dévaluer » les retraites par répartition en ne couvrant qu'à hauteur de 52,5 % les droits acquis. Au Chili, l'Etat a émis des bons de validation des cotisations et versé des subventions aux régimes concernés, ce qui représente un financement considérable évalué à 126 % du PIB. C'est pourquoi, la part des dépenses de retraite dans le budget social est passé de 26,9 % à 52,2 % au détriment des autres postes comme la santé et l'éducation. Au fond, c'est l'Etat – garant en dernier ressort du système – qui organise, via les fonds de pension, le développement du marché financier. Du coup, l'augmentation supposée du taux d'épargne est sujette à caution. Dans ses prévisions de décembre 1995, la banque d'affaires Merrill Lynch rappelait ainsi que les « *fonds privés de pension ne s'ajoutent à l'épargne nationale que dans la mesure où il ne s'agit pas d'un déplacement de l'épargne* ». Le cas chilien montre avec clarté que « *les nouveaux fonds ont remplacé une épargne qui existait déjà.* »<sup>10</sup> et, surtout, que la transition s'analyse comme un accroissement considérable de la dette publique. Que celle-ci puisse être elle-même financée par la montée en charge des fonds de pension n'enlève rien à l'absurdité du montage.

Mais les avocats de la capitalisation rétorquent qu'on les a mal compris : personne n'a jamais parlé d'un basculement total vers la capitalisation, il s'agit d'en introduire « une dose ». Cette dénégation ne constitue pas pour autant une réponse satisfaisante. Si les menaces qui pèsent sur nos retraites atteignent la gravité qu'on nous décrit, alors il y a une contradiction à ne proposer qu'une « dose complémentaire » qui ne saurait, donc, être à la hauteur du défi. On a vu que les défenseurs émerveillés du calcul actuariel (notamment Feldstein) vont jusqu'à soutenir que la capitalisation jouit d'un rendement tellement supérieur à celui de la répartition qu'elle peut se permettre de payer deux fois les retraites de la génération à cheval sur les deux systèmes. Mais, encore une fois, si sa supériorité est à ce point miraculeuse, pourquoi s'en priver en n'introduisant pas une capitalisation intégrale ? Et si la transition est effectivement un problème, une transition partielle représente néanmoins un problème partiel quant à son impact sur l'épargne globale. Il existe décidément une véritable contradiction sur la « dose » de capitalisation : si le problème est aussi massif que ce que l'on dit, s'il porte sur des milliards de francs et détermine le financement des entreprises, alors l'homéopathie n'est pas une réponse adéquate.

---

<sup>10</sup> Michel Husson, « [Les fonds de pension en Amérique latine](#) », *Chronique internationale* de l'IRES n°48, septembre 1997.

## Développer l'épargne ?

Les tenants de la capitalisation ont une autre corde à leur arc : par rapport à la répartition, ce régime augmente l'épargne, et permettrait donc, grâce à un investissement plus dynamique, d'obtenir une croissance supérieure. C'est pour cette raison qu'il n'y aurait pas d'équivalence, ni d'indépendance entre croissance et épargne. C'est l'argument classique de Feldstein qui a ouvert ce débat il y a une vingtaine d'années en cherchant à établir les pays à retraites par capitalisation avaient un taux d'épargne supérieur. Cette démonstration a été très contestés et le raisonnement se heurte à plusieurs difficultés. Premièrement, il n'est pas certain que l'épargne salariale augmente le volume total de l'épargne, même dans la phase de montée en puissance. Certes, l'introduction de la capitalisation devrait en principe permettre une augmentation du salaire net (instantanée ou en évolution) qui serait consacrée par le salarié à un surcroît d'épargne destiné à financer sa propre retraite. En réalité, les détenteurs de bas salaires ne vont pas forcément épargner plus mais chercher à consommer plus, en se soustrayant éventuellement à l'obligation de dépôt d'épargne. C'est le premier élément de perte en ligne que l'on a pu observer en Amérique latine. Par ailleurs, les nouveaux produits d'épargne doivent être assortis d'avantages fiscaux les rendant attractifs, et les hauts salaires dont les motifs d'épargne ne sont évidemment pas distincts de leurs projets de retraite, adopteront un comportement de portefeuille tendant à se débarrasser de produits d'épargne moins attractifs. Il y aura donc probablement des arbitrages internes à leur épargne au détriment des SICAV et de l'assurance-vie, ce qui n'est sans doute pas neutre économiquement (par exemple sur le niveau des taux d'intérêt), et surtout au détriment de l'épargne populaire (notamment livret A et épargne-logement), ce qui risque de déstabiliser encore plus des circuits de financement dédiés à l'intérêt général.

Deuxièmement, l'économie française ne manque pas d'épargne. Le taux d'épargne des ménages se situe dans la moyenne européenne, et l'économie française a pu réaliser depuis plusieurs années des excédents considérables qui avoisinent les 200 milliards de francs annuels. Cela signifie que la France, comme l'Union européenne d'ailleurs, finance le reste du monde, et principalement le grand emprunteur que sont les Etats-Unis. 175 milliards de francs ont été investis à l'étranger en 1998, ce qui suffit à montrer que l'investissement des entreprises n'est pas contraint par le financement. L'autofinancement des sociétés avoisine aujourd'hui les 100 %, ce qui veut dire qu'elles réalisent leur investissement sans ressources extérieures, endettement ou marché financier. Rien ne permet par conséquent de conclure à un déficit structurel d'épargne<sup>11</sup> : ce dont ont surtout manqué les entreprises avant la reprise de 1997-2001, c'est de commandes sur le marché intérieur.

Plutôt que d'un manque d'épargne, la France a souffert d'une sous-consommation des ménages, liée à un taux de partage de la valeur ajoutée défavorable aux salariés et on se rappelle les injonctions contradictoires d'un Edouard Balladur, pressant les Français de consommer plus tout en bloquant les salaires. Le taux de croissance évolue en raison inverse du taux d'épargne et c'est d'ailleurs l'une des leçons de la bonne conjoncture, puisque la reprise résulte d'un redémarrage de la consommation et non d'un supplément d'épargne. Vouloir à tout prix augmenter le taux d'épargne, c'est donc prendre le risque de freiner la consommation et par suite la croissance.

---

<sup>11</sup> C'est la position qui ressort des travaux de l'OCDE. Voir [Vers une pénurie mondiale de capitaux ? Menace réelle ou pure fiction ?](#), OCDE-poche, 1996.

On pourrait même renverser l'ensemble du raisonnement en remarquant que ce qui fonde la supériorité supposée de la capitalisation est aussi ce qui explique en grande partie la faiblesse de la croissance et de l'investissement au cours de la dernière décennie. L'avantage de la capitalisation ne peut résulter que d'un taux de rendement financier plus élevé que le taux de croissance du PIB. Mais cet écart est aussi l'un des facteurs qui engendre une faible croissance et donc la montée du chômage.

C'est également une telle configuration qui entretient la montée de la dette publique. En effet, dans une situation d'équilibre primaire du budget (c'est-à-dire avant intérêts de la dette publique), la dette publique nette augmente au même rythme que le taux d'intérêt réel. Supposons par exemple un taux d'intérêt réel de 5 % et un taux de croissance du PIB de 2 %. Si cette situation s'installait dans notre pays, on arriverait au bout de 45 ans à une dette publique nette équivalant à 225 % du PIB, soit très loin du critère de Maastricht qui impose à ce ratio de ne pas dépasser 60 %.

Dans un tel cas de figure, les intérêts de la dette publique représenteraient 11 % du PIB contre 2,5 % aujourd'hui. Pour éviter un tel dérapage, il faudrait dégager un excédent budgétaire primaire permettant de compenser les paiements d'intérêts, afin que ceux-ci ne puissent pas faire « boule de neige ». Mais cela supposerait une austérité budgétaire conduisant à baisser les dépenses publiques d'un montant équivalant à 2,5 % du PIB, ce que l'on ne pourrait faire sans dommage pour la croissance.

Le moyen le plus simple d'enrayer la montée de la dette publique, c'est encore de ramener le taux d'intérêt réel au niveau du taux de croissance, de manière à supprimer la tendance à son auto-développement. Ce qui est dit ici peut être étendu au comportement des entreprises, confrontées à une augmentation tendancielle des frais financiers, chaque fois que le taux d'intérêt dépasse le taux de croissance. On vérifie donc que les avantages supposés dont bénéficieraient les retraités capitalisés en cas de rendement financier élevé seraient lourdement payés par l'enlisement dans une croissance lente. Moins de biens et services seraient produits et il s'agirait encore une fois d'un marché de dupes, dans la mesure où cet écart croissant entre rentabilité financière et croissance serait, comme cela a toujours été le cas dans l'histoire, épongé au bout du compte par une crise provoquant l'effondrement du prix des actifs financiers, ou l'inflation des prix des biens et services, ou un mélange des deux.

Plutôt que d'étendre le champ de la finance en introduisant la capitalisation, il vaudrait donc mieux ramener le taux de rendement à hauteur des taux de croissance, ce qui revient à supprimer l'avantage relatif de la capitalisation. Il ne faut donc jamais oublier que ce qui est bon pour la finance ne l'est pas forcément pour l'économie dans son ensemble.

Jouer ses retraites en Bourse : une bonne idée ?

La conclusion de cette discussion aurait pu revenir à Dominique Strauss-Kahn, ancien ministre de l'Economie : *« Ceux qui voient dans la capitalisation une solution miracle se trompent (...) il est impossible de substituer un système à l'autre. En outre, si elle était possible, une substitution même partielle ne suffirait pas à résoudre le problème des retraites, qui tient essentiellement au nombre de salariés, à la productivité du travail et au nombre des consommateurs. Qu'il achète des droits dans un système conventionnel ou qu'il souscrive des*

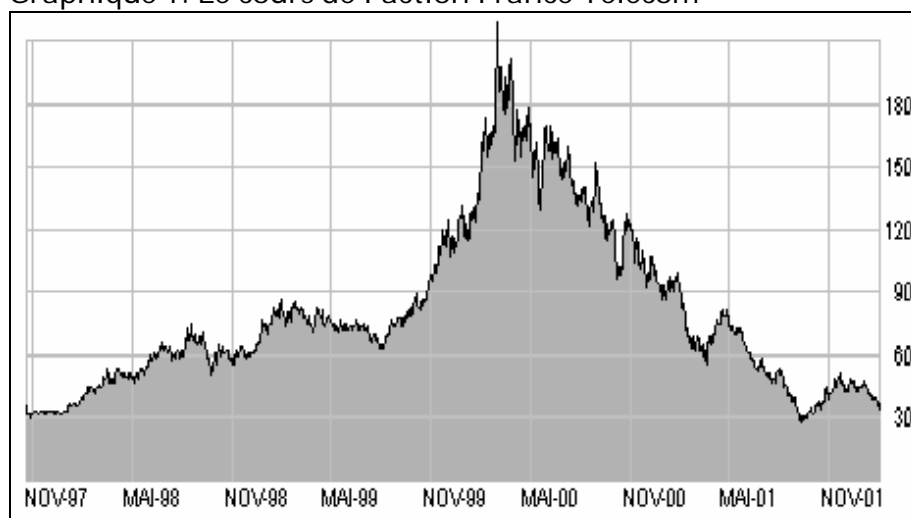


*obligations, un salarié qui épargne renonce du même coup à une part de sa consommation. Il y a une certaine imposture intellectuelle à prétendre que la capitalisation à elle seule sauvera les retraites. »<sup>12</sup>*

Mais, depuis la dernière édition de cet ouvrage, les faits sont venus donner raison aux craintes qu'il exprimait. Nous écrivions ainsi que « rien ne garantit la prolongation sur 40 ans de la rentabilité actuelle des placements financiers. Si toute une classe d'âge vend son portefeuille au moment de la retraite, l'ajustement des revenus ainsi distribués à l'offre de biens et services se fera par la hausse des prix ou, plus vraisemblablement, par la baisse des cours des actions. C'est pourquoi la capitalisation est plus mal placée que la répartition pour faire face à l'évolution démographique, car elle prépare aujourd'hui les krachs de demain ».

Il n'aura pas été nécessaire d'attendre 40 ans pour assister à un retournement de la Bourse, et ceci dans le monde entier. Aux Etats-Unis, la crédibilité des fonds de pension vient de subir un coup très grave, avec l'affaire Enron. « Où est donc passée la septième compagnie ? », pourrait-on s'interroger à propos de cette société qui avait prospéré sur la privatisation de l'énergie. Elle a fait faillite et elle a entraîné ses milliers de salariés dans cette faillite puisqu'ils n'ont pas seulement perdu leur emploi, mais aussi leur retraite, placée en actions de la même société, qui valent dorénavant zéro.

Graphique 1. Le cours de l'action France Telecom



Le pouvoir de conviction des défenseurs de la capitalisation a donc été sérieusement écorné par l'évolution boursière. Notre diagnostic pouvait paraître abstrait en plein phase d'euphorie boursière. Prenons l'évolution du cours de l'action France Télécom (voir graphique 1). Il a été multiplié par 7 entre la fin 1997 et la fin 1999 : il était difficile à ce moment de convaincre un salarié-actionnaire des risques de la Bourse. Depuis, pourtant, la baisse régulière du cours a ramené l'action au voisinage de sa valeur d'émission, annulant l'enrichissement virtuel du salarié (qui ne pouvait d'ailleurs revendre ses actions durant cette période). Cette leçon de choses le rend assurément plus réceptif à l'idée qu'une retraite par capitalisation est un véritable saut dans l'inconnu.

<sup>12</sup> Assemblée Nationale. Compte-rendu analytique officiel. Séance du jeudi 28 janvier 1999.

A cette incertitude économique, il faut ajouter l'insécurité sociale : la capitalisation a pour effet d'introduire un système à deux vitesses. Le régime public de base est plus ou moins gelé, et seuls les hauts salaires (et ceux qui bénéficient de carrières régulières) utilisent pleinement les possibilités de capitalisation. Du coup, les tensions entre actifs et inactifs que serait censée créer l'augmentation de la cotisation se retrouveraient sous la forme encore plus nette d'un conflit entre les actionnaires-retraités et les salariés. De plus, le niveau de la retraite dépendrait de la santé économique des employeurs successifs, ce qui créerait, d'un salarié à l'autre, de multiples disparités, encore plus inextricables que celles que l'on reproche au système actuel. Il y a donc un risque majeur de différenciation sociale accrue, y compris chez les retraités, et de ce point de vue, la capitalisation prépare aujourd'hui les tensions sociales de demain

Insécurité financière enfin : l'introduction de fonds de pension représenterait une soumission accrue à la finance que tout devrait conduire, au contraire, à limiter et à encadrer. Cette dépendance aurait des effets économiquement détestables, sous forme d'une croissance poussive et chaotique, d'une pression constante aux réductions d'effectifs. Elle servirait à consolider une alliance sociale entre patrons, rentiers et franges supérieures du salariat, qui agirait dans le sens d'un creusement des inégalités sociales et de l'exclusion. Aujourd'hui plus que jamais, la règle d'or devrait être au contraire de recourir avec parcimonie à une finance incontrôlée et incontrôlable, pour donner la priorité à l'activité économique réelle.

Il y a enfin des raisons plus concrètes de refuser absolument le principe des fonds de pension pour la raison suivante : céder un peu, c'est subir une modification qualitative des rapports de force en ce qui concerne les modalités de la répartition. Face à un Medef qui propose par exemple d'allonger à 45 les annuités ouvrant droit à une retraite à taux plein, il faut construire ce rapport de forces à l'intérieur même du système par répartition. Et, pour cela, il faut prendre une claire mesure des conceptions sociales et politiques qui sous-tendent le débat sur les nécessaires réformes.