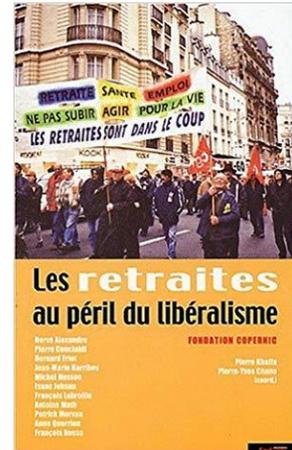


## Les retraites au péril du libéralisme Michel Husson, 2002\*

- ▶ La capitalisation, non merci !
- ▶ L'épargne salariale ou la capitalisation honteuse
- ▶ Viabilité de la répartition



### Chapitre 2

#### La capitalisation, non merci !

« 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 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.

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 ».

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

---

<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.

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

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 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

---

<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.

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 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

---

<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.

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.

### 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

---

<sup>9</sup> Jean-Michel Charpin, [L'avenir de nos retraites](#), Commissariat général du Plan, 1999.

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

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.

### 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.

---

<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.

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.

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 ».

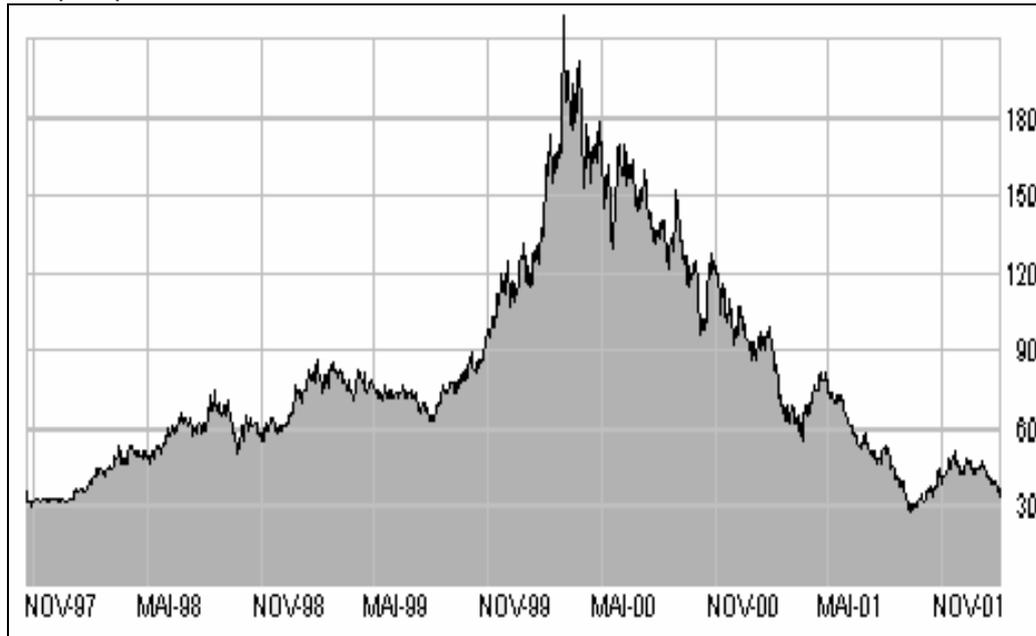
Il n'aura pas été nécessaire d'attendre 40 ans pour assister à un retournement de la Bourse, et ceci dans le monde entier. Aux Etats-Unis, la crédibilité des fonds de pension vient de subir un coup très grave, avec l'affaire Enron. « Où est donc passée la septième compagnie ? », pourrait-on s'interroger 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.

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.

Graphique 1. Le cours de l'action France Telecom



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.

## Chapitre 3

### L'épargne salariale ou la capitalisation honteuse

Les projets de réforme des systèmes de retraite aujourd'hui discutés en France s'inscrivent dans une orientation codifiée pour l'ensemble du globe par la Banque Mondiale, dans un rapport<sup>13</sup> qui propose la mise en place de trois « piliers ». Le premier pilier, obligatoire, est constitué par un système public d'assistance, financé par l'impôt, et chargé de verser un minimum vieillesse fixé à un bas niveau, puisque le rapport avance le chiffre de 20 % du salaire moyen. Le second pilier est lui aussi obligatoire et constitue le cœur du système : il repose sur des comptes d'épargne financés par des cotisations obligatoires et gérés par des institutions au choix du salarié. Le dernier pilier est facultatif et correspond à l'épargne individuelle qui permet à chacun de compléter comme il l'entend, les piliers obligatoires.

Ce projet scelle une alliance durable entre les assureurs, le patronat et la droite. Les sociétés d'assurance sont évidemment intéressées au premier chef puisque tout nouveau « produit » d'épargne constitue un élargissement de leurs marchés. Il n'est donc pas étonnant que l'un des plus vibrants plaidoyers en faveur de la capitalisation ait été lancé en 1984 par Michel Albert, alors PDG des Assurances Générales de France. On trouve à l'époque de nombreux groupes de pression comme cette « Association de Genève » qui avait notamment commandité en 1982 le livre, déjà cité, de Kessler et Strauss-Kahn. En 1990, le même Kessler squatte un numéro spécial de la revue de l'INSEE avant d'être nommé à la tête de la Fédération Française des Sociétés d'Assurance. Celle-ci – nous sommes en septembre 1992 – remet au Premier Ministre un « projet pour le développement de régimes de retraites par capitalisation » qui entre largement en résonance avec les programmes de la droite. Ce texte est rédigé en commun avec l'Association des entreprises privées qui regroupe les grands groupes sous la houlette d'Ambroise Roux. Ces positions prendront appui sur le Livre blanc de Rocard de 1991 pour inspirer la réforme Balladur de 1993.

C'est peut-être la trajectoire de Denis Kessler qui résume le mieux la constitution de cet arc de forces : de la recherche sur la patrimoine il est passé aux assurances, avant d'entrer en 1994 au CNPF, dont il est devenu l'idéologue en chef. Sous sa férule, le MEDEF défend aujourd'hui des positions sans équivoque : retraite à 65 ans, 45 annuités pour avoir un taux plein, gel de la répartition et développement de la capitalisation. La droite accompagne avec, par exemple, un livre de Douste-Blazy, *Pour sauver nos retraites*, plaidoyer absurde, et aujourd'hui obsolète, pour des fonds de pension à la taille démesurée. Quant au gouvernement actuel, il reprend à son compte l'antienne d'un blocage voire d'un recul des prélèvements obligatoires, qui s'inscrit clairement dans la logique d'austérité européenne du Pacte de stabilité et s'aligne par avance sur le programme revendicatif du patronat.

Malheureusement pour les tenants de ce genre de réforme, le système français est très éloigné d'un tel « idéal ». Pour s'en rapprocher, il faut mener une politique des petits pas, qui mobilise plusieurs procédés. Le premier revient à tirer la sonnette d'alarme afin de préparer le terrain dans l'opinion. Le rapport Charpin a servi à enfoncer ce clou, à partir d'un tableau catastrophiste visant à établir que le poids des retraites par répartition va s'alourdir démesurément en fonction des évolutions démographiques. La nécessité de réformer le

---

<sup>13</sup> The World Bank, [\*Averting the Old Age : Policies to Protect the Old and Promote Growth\*](#), Oxford University Press, 1994.

système en y introduisant une « dose » de capitalisation est fortement suggérée, mais sous la forme d'un fonds de réserve plutôt que celle des fonds de pension. Le débat sur les fonds de pension est ainsi entré dans une phase nouvelle. Leur création comme solution au problème des retraites face au « choc démographique » annoncé, si elle n'a pas totalement disparu, est aujourd'hui relativisée, et le mérite principal du rapport Teulade est de montrer qu'il y a d'autres façons d'aborder le problème que de se laisser enfermer dans une logique de régression sociale qui était celle du rapport Charpin. Il s'agit d'une première victoire, partielle, qui conduit à un renversement de la charge de la preuve : au lieu de partir du postulat d'une crise inéluctable de la retraite par répartition, les avocats des fonds de pension doivent désormais démontrer l'intérêt de leurs propositions.

Pour contourner l'obstacle des résistances, on déplace la question vers un thème nouveau, celui de l'épargne salariale. Un avant projet de loi a été proposé en ce sens par Laurent Fabius. Il est le fruit d'une longue gestation, depuis la note de juillet 1998 du député socialiste Jérôme Cahuzac, en passant par le rapport de Foucauld-Balligand<sup>14</sup>. En même temps, on présente l'âge de la retraite comme la principale variable d'ajustement du système par répartition, en excluant toute progression supplémentaire du taux de cotisation. Pour l'instant, il est seulement question d'aligner tout le monde sur les 40 annuités imposées en 1993 par Balladur aux salariés du privé.

Ce retournement a conduit à un renouvellement de l'argumentaire : on ne parle plus de fonds de pension, mais on vante les mérites d'une épargne salariale qui permettrait de faire d'une pierre deux coups, en améliorant le financement des entreprises tout en procurant aux salariés des droits nouveaux. Il nous semble pourtant qu'on a seulement changé l'ordre des plats : on met en place des fonds de pension présentés autrement, et on prépare les conditions d'un gel des retraites par répartition.

Pour mieux éclairer cette analyse, il faut commencer par s'y retrouver parmi tous ces fonds : on parle de fonds de pension, de réserve, d'épargne salariale. Leur point commun est d'introduire une dose de capitalisation dans la rémunération des salariés, mais on peut néanmoins distinguer trois grandes catégories :

- les fonds de pension *stricto sensu* correspondent à des plans individuels de financement de la retraite qui peuvent être gérés par une institution financière ou dans le cadre d'un plan d'entreprise ;
- les fonds d'épargne salariale sont des produits financiers dotés d'avantages spécifiques, qui s'inscrivent dans des plans d'entreprise.
- les fonds provisionnés (ou de réserve) ajoutent une source complémentaire de financement des caisses de retraite à côté des cotisations.

### Les fonds dans la répartition

Les fonds de provision consistent à incorporer dans les régimes par répartition un fonds par capitalisation, dont les revenus viendront compléter les ressources liées à la cotisation. Ils peuvent viser différents objectifs.

---

<sup>14</sup> Jean-Baptiste de Foucauld et Jean-Pierre Balligand, [L'épargne salariale au coeur du contrat social](#), La Documentation française, coll. « Rapports officiels », 2000.

Un fonds de lissage vise à mieux étaler dans le temps la progression du taux de cotisation. Selon les projections du rapport Charpin, ce taux devrait passer grosso modo de 24 % aujourd'hui à 40 % en 2040, mais sa progression ne serait pas linéaire : il y aurait une augmentation rapide à partir de 2005-2010, suivie d'une moindre croissance quelques années plus tard. Le fonds de lissage ne prétend pas éviter cette hausse mais entend mieux répartir cette progression sur l'ensemble de la période en anticipant la marche d'escalier 2005-2010.

La répartition provisionnée est plus ambitieuse puisqu'elle vise à stabiliser à terme le taux de cotisation à un niveau inférieur à son évolution spontanée, moyennant là encore une hausse plus rapide de la cotisation dans les premières années.

Dans les deux cas, les caisses ont besoin au départ de ressources plus élevées que ce qui est nécessaire pour payer les retraites : la constitution de provisions suppose une ressource supplémentaire qui se ramène au fond à une sur-cotisation. Ce choix peut paraître absurde : si la hausse du taux de cotisation est supposée insupportable, est-ce une bonne idée de l'anticiper ? Oui, répondent les partisans de la provision, parce que cette sur-cotisation va pouvoir profiter du « différentiel de rendement » entre le rendement des actifs financiers et le taux de croissance de la masse salariale qui représente le « rendement » de la répartition. Mais si cette différence est faible, le recours à la capitalisation présente peu de justification, et, réciproquement le fonds de réserve sera d'autant plus efficace que ce différentiel est élevé. C'est ce que souligne Olivier Davanne, dans un rapport<sup>15</sup> où il propose cette formule d'épargne : *« cette constitution de réserves est d'autant plus facile et bénéfique que le rendement du capital est élevé relativement au taux de croissance de la masse salariale »*.

Mais un différentiel trop élevé n'est pas soutenable. Le rapport Davanne envisage une fourchette allant de 4 à 6 % pour le différentiel finance/salaire. Pour une progression de 2 % par an de la masse salariale, cela revient à supposer pendant 40 ans des taux de rendement réel du capital de 6 à 8 %. C'est difficilement compatible avec un taux de croissance de l'ordre de 2 % par an, et ce n'est pas souhaitable non plus.

On a là un paradoxe d'importance : pour viser à une stabilisation ultérieure du taux de cotisation, il faut commencer par des sur-cotisations très élevées par rapport à l'évolution spontanée. Est-il bien raisonnable de ponctionner ainsi la masse salariale et de risquer de freiner un peu plus la croissance ? On peut ici reprendre l'image d'Henri Sterdyniak<sup>16</sup> : *« le cycliste qui monte un sommet à bicyclette sait qu'il devra freiner dans la descente, ce n'est pas pour autant qu'il anticipe la descente en freinant dans la montée »*.

Ce scénario revient à réaliser tout de suite une ponction au profit de la finance sous prétexte d'une moindre élévation des prélèvements dans vingt ans. Mais c'est un projet qui s'auto-détruit pour une raison évidente : plus le fonds grossit plus il vient peser sur la rentabilité financière. On retrouve ainsi une des objections classiques à la répartition, qui est cet effet de composition : si des capitaux importants sont réalisés au moment où la grosse vague des

---

<sup>15</sup> *Retraites et épargne*, rapports au Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, 1998.

<sup>16</sup> Henri Sterdyniak, « [Pour approfondir le débat, quarante remarques sur le rapport Charpin](#) », *La Revue de l'OFCE*, n°70, juillet 1999.

baby boomers part à la retraite, alors on ne peut postuler le maintien des taux de rendement. L'hypothèse implicite de Davanne est que cette rétroaction n'existe pas : le rendement financier serait le même quelle que soit la taille des fonds de retraite. Cette hypothèse ne peut être décemment soutenue et elle est récusée par les meilleurs spécialistes, que ce soit Artus à la Caisse des Dépôts ou Sterdyniak à l'OFCE. L'absence de réflexion confine ici à la duperie publicitaire.

### Les modestes ambitions du fonds de réserve

Le fonds de réserve existe et, d'ailleurs, il est né dans des circonstances qui sont un démenti conjoncturel à la dramaturgie ambiante, puisqu'il correspond à un excédent non programmé de 2 milliards de francs de la caisse vieillesse. Cet effet d'aubaine a conduit à la création d'un « fonds de réserve des retraites » institutionnalisé par la loi de financement de la sécurité sociale pour 1999 : il est doté des « excédents de la branche vieillesse et d'une part des excédents du Fonds de solidarité vieillesse ». Le fonds a été constitué en établissement public par la loi du 16 juillet 2001. Il est alimenté par une partie des excédents de la branche vieillesse, par la privatisation des caisses d'épargne (il faut dire « *cession des parts sociales* une contribution sur les dépôts aux plans partenariaux d'épargne salariale volontaire (PPESV) à 2300 euros par an »), les recettes tirées des licences téléphoniques UMTS. Les réserves devraient atteindre 47 milliards de francs fin 2001 et 85,3 milliards fin 2002.

Ces modes de financement sont parlants. La cotisation établie sur l'épargne salariale constitue un aveu : il s'agit bien, contrairement à ce qui est proclamé, d'un substitut à la retraite, sur laquelle on prélève une cotisation de 8,2 %, égale, par pure coïncidence au taux de cotisation-vieillesse. Quant aux ventes des licences téléphoniques, elles viennent illustrer le caractère improvisé du montage. Les mirages de la bulle Internet avaient séduit les tenants de la rigueur financière. Leur montage, qui devait s'installer dans la longue période, n'a pas tenu deux ans : les hasards de la Bourse ont divisé par 8 le prix des licences (4 milliards au lieu de 32, pour chaque opérateur) et l'on s'est alors tourné vers d'hypothétiques privatisations d'autoroutes dans le Sud de la France ! On ne peut qu'être d'accord avec Thomas Piketty, pour dire que « le gouvernement a sérieusement entamé la crédibilité du fonds de réserve ». Et on ne peut que reprendre les questions qu'il soulève : « Etait-il bien raisonnable de prétendre garantir les retraites en spéculant sur la plus volatile des bulles financières ? Les futurs retraités doivent-ils en conclure qu'il sera toujours possible de sortir d'un chapeau une entreprise à privatiser pour payer les pensions ? »<sup>17</sup>

Allons plus loin : l'idée même d'un fonds de réserve pour garantir les retraites est totalement et irrémédiablement absurde. Cette idée ne peut germer que dans la tête de ceux qui croient encore, comme les mercantilistes au XVII<sup>e</sup> siècle, que la richesse est constituée de la quantité de monnaie disponible, voire entreposée dans un bas de laine, ou encore que la richesse globale a sa source dans la finance qui serait génératrice en elle-même d'un surplus. Or, l'accumulation financière, macro-économiquement parlant, n'existe pas sans activité économique réelle. Ce qui donne l'apparence et l'illusion d'un découplage global entre les sphères productive et financière, c'est que peuvent exister des accumulations privées, individuelles, résultant d'un rapport de forces favorable dans la société ou d'une position dominante sur le marché, permettant de capter la valeur créée. Mais, toutes les classes sociales, tous les êtres humains ne peuvent vivre simultanément de la rente du

---

<sup>17</sup> Thomas Piketty, « [Retraites : vive la gauche... américaine](#) », *Libération*, 22 octobre 2001.

capital : si certains se l'approprient, d'autres doivent la produire.

Si un fonds de réserve est constitué pour prévoir le paiement des retraites futures, l'argent ne sera pas entreposé de façon inerte. S'il est placé comme capital, il ne grossira que parce qu'un travail productif sera réalisé quelque part dans le monde. C'est ce dernier, et lui seul, qui sera générateur de revenus supplémentaires. Le stock d'argent – ou d'or – n'engendre rien en lui-même. Dès lors, un rendement financier qui serait obtenu du placement des sommes affectées au fonds ne pourrait provenir que de la participation à la gigantesque entreprise de spoliation mondiale que constitue l'activité boursière dont les propriétaires de titres financiers profitent parce que l'emploi est comprimé et que les salaires progressent moins vite que la productivité.

Dira-t-on qu'un fonds de réserve est de nature à favoriser l'investissement qui représente une promesse de croissance à venir ? On n'ose pas penser que les promoteurs du fonds de réserve se sont convertis à l'idée de socialiser – collectiviser ! – l'investissement. Malheureusement, il faut craindre, qu'ils en soient encore à l'époque pré-newtonnienne de la pensée économique. En ces temps où la « cagnotte » fait jaser, l'idée d'un « magot » transmissible dans le temps fait rêver. Il faut le redire : la richesse n'a pas sa source dans l'accumulation inter-générationnelle mais dans le flux permanent du travail vivant.

Bref, de deux choses l'une : ou bien, les fantastiques besoins de financement qui doivent mettre en péril les retraites par répartition ne sont qu'un gigantesque bluff, ou bien un fonds de 1000 milliards ne changera pas significativement l'ampleur du financement à trouver. Sa fonction principale est sans doute ailleurs. Quelle que soit sa portée réelle, sa mise en oeuvre aura en tout état de cause modifié subrepticement le mode de financement des retraites, puisque rien n'empêche qu'une fois le fonds en place, il se substitue à la progression des cotisations. C'est la logique dite de la « cannibalisation », mais on pourrait aussi bien parler d'un effet « cheval de Troie ». Le rapport Charpin faisait expressément apparaître un tel glissement. Le « lissage » n'est au fond qu'un prétexte et le rapport Charpin passe immédiatement aux affaires sérieuses en envisageant un fonds qui apporterait des revenus « *de manière permanente* » et permettrait de faire carrément baisser les taux de cotisation. Dans ce cas, le montant devrait être encore plus important « *au moins 10 points de PIB* » et on voit qu'il s'agit bien de faire passer en contrebande un tout autre projet consistant à faire reculer la cotisation (et donc la répartition) au profit d'une capitalisation qui n'ose pas dire son nom.

Nous maintenons par conséquent notre analyse : le recours à une dose de capitalisation est soit inutile, soit dangereuse, même sous cette forme. La logique de l'introduction de la capitalisation suppose en effet une sur-cotisation, autrement dit un prélèvement sans contrepartie sous forme de prestations qui vient alors peser sur la demande globale, alors que dans un système par répartition, « *l'augmentation des cotisations interviendra seulement au moment du décollage des prestations, sans effet sur la demande globale* »<sup>18</sup>. La véritable fonction des fonds de réserve est au fond pédagogique : il s'agit de légitimer la capitalisation et le recours à d'autres ressources que la cotisation. C'est une manière de miner de l'intérieur un les retraites par répartition qui vont être mises en concurrence avec les fonds

---

<sup>18</sup> Jean-Paul Fitoussi, « [Introduction au dossier sur les retraites : un débat pour progresser](#) », *Revue de l'OFCE* n°68, janvier 1999.

de pension rebaptisés « épargne salariale ».

L'épargne salariale, ou les fonds de pension sans le dire

Le développement de l'épargne salariale est semble devoir être l'une des priorités de la seconde phase du gouvernement Jospin, marquée par l'arrivée de Laurent Fabius à Bercy. La gestation du projet de loi aura pourtant été longue et difficile ; il devait être intégré à la loi sur les régulations économiques, mais en a été retiré au dernier moment. C'est finalement un avant-projet que le nouveau ministre de l'Economie a soumis aux « partenaires sociaux ». Dans la prudence avec laquelle sont avancés les projets gouvernementaux, il faut évidemment voir le souci de ne pas déclencher une réaction de rejet semblable à celle de novembre-décembre 1995. Mais ce n'est pas le seul facteur : le processus baptisé « refondation sociale » par le patronat comprend un volet retraite et le gouvernement ne veut pas s'immiscer, pour l'instant, dans ce face à face entre « partenaires sociaux », d'autant plus qu'ils discutent à partir des propositions provocatrices du Medef : 45 annuités pour avoir accès à une retraite à taux plein, et création de fonds de pension largement dotés d'exonérations sociales et fiscales.

Dans ce contexte, le recours à l'épargne salariale poursuit deux objectifs. Il s'agit en premier lieu de mettre en place ou d'étendre subrepticement des fonds de pension « à la française » sous une appellation plus « correcte », par exemple de fonds partenariaux. Mais il s'agit aussi de se prévaloir d'autres arguments que la menace du « choc démographique » : face aux mouvements de restructurations et de fusions, l'existence d'un fort actionnariat salarié serait censé être une protection contre les OPA hostiles ; il permettrait en outre aux travailleurs d'exercer des droits nouveaux et de peser sur la gestion des entreprises. Pour discuter de ces arguments, il faut partir de deux questions simples : à quoi peut servir un nouveau « produit » puisque l'épargne salariale existe déjà ? Et quelle différence existe-t-il au fond entre salaire et épargne salariale ?

Le terme d'épargne salariale englobe une gamme de dispositifs d'ores et déjà disponibles. Le plus ancien est l'intéressement, qui remonte à 1959. Il s'agit d'une prime distribuée en fonction de critères comme l'évolution du chiffre d'affaires ou progrès de productivité. La mise en place de l'intéressement se fait dans le cadre d'un accord d'entreprise, qui reste facultatif. A la différence de la participation, la prime peut être versée immédiatement au salarié, si celui-ci le souhaite ; elle est soumise à la CSG mais exonérée de cotisations.

Instituée par une ordonnance de 1967, la participation est quant à elle obligatoire dans toutes les entreprises de plus de 50 salariés. Elle est calculée en fonction des bénéficiaires de l'entreprise, et est proportionnelle au salaire. Cette prime est obligatoirement bloquée pour une période de 3 à 5 ans minimum. Elle peut être investie en actions de l'entreprise, sur un compte courant bloqué figurant au passif de son bilan, en SICAV ou en Fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) investis ou non en actions de l'entreprise. A partir de ce socle de départ, la notion d'épargne salariale s'est progressivement étendue, et d'abord à l'actionnariat des salariés. Les textes relatifs à la participation prévoyaient la possibilité que celle-ci soit payée en actions de l'entreprise, notamment on l'a vu à travers les FCPE. Ce dispositif a son importance, mais ce sont surtout les privatisations qui ont conduit à un essor de l'actionnariat salarié. Les textes sur les privatisations prévoient en effet que 10% des actions introduites en Bourse sont réservées au personnel. Les conditions très avantageuses dont elles ont été assorties (décote de 20% par rapport au prix public, facilités de paiement, etc.) contribuent à expliquer leur succès, puisqu'en moyenne 50 à 80 % des

salariés concernés par les privatisations ont souscrit.

On trouve ensuite les fameuses « *stock options* », en français plans d'options sur actions. Ce dispositif est déjà ancien, puisqu'il date de 1970, mais il a connu un essor nouveau, illustré notamment lors du départ de Jaffré d'Elf-Aquitaine, avec 200 millions de stock options. Dans la pratique, ce dispositif, extrêmement généreux, ne bénéficie qu'à quelques milliers de cadres dirigeants. Il a fait l'objet d'un débat à l'Assemblée à propos de son mode d'imposition qui demeure très avantageux par rapport aux autres formes de revenu.

Les plans d'épargne entreprise (PEE) sont à horizon de 5 ans et bénéficient d'avantages fiscaux. Plus récemment, on a vu apparaître des plans d'épargne d'entreprise à long terme (PEELT) puis divers dispositifs baptisés « article 83 » (contrats à cotisations définies), « article 82 » (contrats en sursalaires), loi Madelin, etc. La loi Thomas du 20 février 1997, votée par la droite sous le gouvernement Juppé, a été ensuite suspendue (faute de décrets d'application) par la gauche mais non abrogée. Elle attribuait des avantages sociaux et fiscaux encore plus attractifs à l'épargne salariale et ils ont sans doute été jugés un peu trop tapageurs.

Il existe donc une gamme de produits dotés d'avantages considérables, auxquels on peut ajouter la Pefon et le Cref pour les fonctionnaires, ce qui permet d'affirmer que les fonds de pension ou d'épargne salariale existent déjà. La mise en place de nouveaux produits n'a de sens que s'ils sont assortis d'avantages encore plus incitatifs. Par ailleurs, la frontière entre épargne salariale longue et épargne-retraite est ténue : il suffit que les plans d'épargne soient reconductibles pour que ce soit des fonds de pension sans le dire. Une étude récente de la COB (Commission des Opérations de Bourse) montre que les fonds investis en PEE sont en grande partie constitués en vue de la retraite. Ces avantages indus associés à l'épargne salariale pèsent sur le financement de la retraite par répartition : le « cannibalisme » fonctionne déjà, à petite échelle.

Bref, l'épargne salariale existe et, de manière générale, les salariés ne sont donc pas privés d'épargne. Ils ont par exemple accès au livret A des Caisses d'épargne. Certes, la rémunération en a été baissée : mais par qui, sinon par ceux-là mêmes qui veulent revaloriser leur épargne et promettent monts et merveilles de l'introduction du salariat en Bourse ? Plus sérieusement, les salariés disposent aussi de toute une gamme de « produits » assortis d'avantages divers, de plans d'épargne-retraite, de SICAV, de plans d'épargne-logement, etc. Chacun peut donc choisir ou non de se payer le frisson du jeu à la Bourse tout en « complétant » sa retraite.

Tout serait sans doute plus clair si on ne mélangeait pas les genres : aux patrons de verser des salaires, aux salariés (qui le peuvent) d'épargner comme ils l'entendent. Il reviendrait ensuite à la finance de les séduire ou de les convaincre, bref de chercher à capter cette épargne dont, au demeurant, les entreprises n'ont pas vraiment besoin. Et s'il s'agit de favoriser l'épargne populaire, il est toujours possible de relever les avantages accordés au livret A. Bref, on voit mal à quel besoin pressant répond l'introduction des fonds patrimoniaux chers à Laurent Fabius. Leur principale vertu est sans doute de s'inscrire dans une offensive plus large contre le salaire.

## Epargne salariale contre salaire

Le débat sur les fonds d'épargne salariale devrait en effet partir de cette question toute simple : pourquoi serait-il possible de distribuer du revenu sous forme de dividendes, alors que ce serait exclu sous forme de salaires ? On ne voit pas très bien pourquoi cette rémunération « différée » - mais qui finira bien un jour par ne plus l'être - réaliserait la prouesse de verser un substitut de salaire tout en ne coûtant rien aux employeurs. Et par quel miracle la compétitivité imposerait la rigueur salariale, alors qu'elle pourrait s'accommoder de largesses en matière de dividendes ? Où est donc la différence ? Elle réside d'abord dans le fait que les rémunérations non salariales ne paient pas de charges sociales (du côté de ceux qui les versent) et moins d'impôts (du côté de ceux qui les reçoivent). Les produits d'épargne salariale existants bénéficient de ces avantages, et créent d'ores et déjà une concurrence déloyale entre les retraites par répartition et une épargne par capitalisation dont on nous affirme, bien entendu, qu'elle n'a aucun rapport avec la retraite. Une mesure équitable serait, à l'inverse des projets en préparation, de traiter toutes les formes de rémunération des salariés à la même enseigne du point de vue des charges sociales. Si ce n'est pas le cas, l'institution de fonds d'épargne salariale dotés de tels avantages représenterait un vecteur supplémentaire de déstabilisation des retraites publiques.

A l'échelle d'une entreprise, on peut avoir l'impression que c'est « gagnant-gagnant », puisque les employeurs acquittent moins de charges, et les salariés moins d'impôts. Mais ce gain « paritaire » oublie le troisième sommet du triangle, à savoir la protection sociale : ce que l'on paiera en moins comme impôts ou cotisations se retrouvera du côté des prestations sociales ou des services publics. On gèle les ressources des caisses de retraite en encourageant les fonds privés, et l'on pourra ensuite triompher : « On vous avait bien dit qu'il y aurait des problèmes de financement, et qu'il faut compléter avec des retraites par capitalisation ! ». C'est ce que les économistes appellent des prophéties auto-réalisatrices.

Les chiffres avancés par le rapport de Foucauld-Balligand, pourtant favorable à l'épargne salariale, méritent d'être cités car ils sont proprement hallucinants : « *les 45 Mds F d'épargne salariale, au sens retenu par la mission, coûtent 20 Mds F en termes d'exonérations de charges sociales (30 Mds avec le financement des retraites) et près de 5 Mds F en termes d'exonérations fiscales* ». Ainsi le manque à gagner pour la Sécurité sociale et le budget représente plus des trois quarts des sommes versés au titre de l'épargne salariale. On ne peut rêver meilleur « rendement » et l'on imagine l'effet que pourrait avoir l'élargissement de tels dispositifs.

Une autre différence importante réside dans les contreparties acceptées au niveau de l'entreprise. Tout le secret de la manœuvre est ici d'échanger un gel - global - des salaires contre une redistribution - individualisée - de dividendes. C'est bien ainsi que Strauss-Kahn justifiait le recours à l'actionnariat salarié : « *L'entreprise vous rémunère pour le travail que vous faites, mais il se pourrait que votre travail se révèle beaucoup plus productif que l'entreprise ne l'imagine aujourd'hui et, si tel est le cas, elle enregistrera des surplus considérables en termes de bénéfices. Il n'y a aucune raison pour que cet excédent aille entièrement aux actionnaires et pas aux salariés* »<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Dominique Strauss-Kahn, entretien accordé à *Liaisons sociales Magazine*, novembre 1999.

Mais dans ce cas, pourquoi ne pas augmenter les salaires ? Pourquoi, par exemple, ne pas adopter une norme de progression salariale parallèle aux gains de productivité, telle qu'elle a été avancée par un autre ancien ministre des finances, Oskar Lafontaine ? Cette règle - qui revient à dire que l'on maintient à niveau constant la part salariale - prévalait en Europe durant les années de plein emploi. Elle a été brisée, au nom de la lutte contre l'inflation, lors du tournant néolibéral du début des années 80. Tout se passe aujourd'hui comme si l'on devait tenir pour définitivement acquise une baisse tendancielle de cette part salariale. Dans ce cas, le seul moyen d'augmenter la rémunération des salariés est effectivement de leur ouvrir l'accès à l'actionnariat, mais de manière forcément sélective.

Dans un texte rédigé pour la défunte Fondation Saint-Simon, l'économiste Robert Boyer, l'un des théoriciens de l'école de la régulation, et Jean-Louis Beffa, PDG de Saint-Gobain, soulignent que « *la création de fonds salariaux, à l'initiative des entreprises et des syndicats, puis leur gestion en fonction d'objectifs arrêtés en commun, quitte à ce qu'elle soit confiée à des professionnels, pourrait marquer une avancée, en termes de nouveaux droits sociaux* »<sup>20</sup>. Mais Boyer a l'honnêteté de reconnaître que cette évolution ne pourrait concerner que deux catégories qui représentent au total entre 35 % et 45 % des effectifs salariés : d'une part, « *les spécialistes, aux compétences pointues, très mobiles à l'échelle internationale, et relevant du « modèle professionnel »* » et, d'autre part, les salariés appartenant au « *modèle de la stabilité polyvalente* » qui sont au cœur de la compétence des grandes entreprises<sup>21</sup>. Force est alors de constater que « *la resegmentation est donc au cœur du modèle* » et que l'unicité du droit du travail est remise en cause. Michel Aglietta justifie de manière semblable ces nouvelles formes de rémunération<sup>22</sup>. Pour répondre à l'objection centrale selon laquelle cette forme de rémunération ne profiterait qu'à une minorité de salariés, il évoque la référence américaine : « *Non, pas aux Etats-Unis. Il y a là-bas plusieurs dizaines de millions d'actionnaires individuels, et les formules de participation sont très répandues dans les entreprises* »<sup>23</sup>.

C'est un argument régulièrement mis en avant : l'actionnariat salarié et les fonds de pension aurait, nous dit-on, permis de faire advenir aux Etats-Unis cette démocratie actionnariale qu'il conviendrait d'inaugurer en France. Las ! Les données sur la répartition des revenus livrent un panorama beaucoup moins idyllique ! Ainsi, de 1989 à 1997, les 40 % de ménages du bas de l'échelle ont vu leur revenu stagner (-0,1 % par an), alors que les 5 % les plus aisés ont enregistré une progression annuelle de 0,9 %<sup>24</sup>. Sur une période encore plus longue (1979-1994), on peut résumer l'évolution en disant que « *les revenus de 95 % des familles américaines n'ont pas progressé* »<sup>25</sup>. Comment réconcilier ce creusement des inégalités avec une large diffusion de l'actionnariat ? La réponse est toute simple : c'est justement la très grande concentration des actions qui a provoqué ce creusement. Selon Doug Henwood, un

---

<sup>20</sup> Jean-Louis Beffa, Robert Boyer et Jean-Philippe Touffut, *Les Relations salariales en France*, note de la Fondation Saint-Simon, Paris, 1999.

<sup>21</sup> Robert Boyer, « Le droit fiscal peut supplanter le droit du travail », *La Tribune*, 25 août 1999.

<sup>22</sup> voir Michel Aglietta, *Le Capitalisme de demain*, note de la Fondation Saint-Simon, Paris, 1998.

<sup>23</sup> « Voici venu le temps de la croissance sans limite », entretien avec Michel Aglietta, *L'Expansion* n°589, 21 janvier 1999.

<sup>24</sup> Lawrence Mishel *et alii*, *The State of Working America 1998-99*, Economic Policy Institute, ILR Press, Washington, 1999.

<sup>25</sup> Richard B. Freeman, « Le modèle américain à l'épreuve de la comparaison », *Actes de la recherche en sciences sociale*, n°124, septembre 1998.

des meilleurs spécialistes du sujet, 10 % des ménages détiennent 86,8 % des actions <sup>26</sup>. Les dernières estimations disponibles montrent, par ailleurs, que 40 % seulement des ménages détiennent des actions par l'intermédiaire de fonds de pension, et 20 % directement. Bref, c'est « 200 millions pour les uns et trois francs six sous pour les autres » <sup>27</sup>.

Des fonds à la française ?

L'un des grands arguments en faveur des fonds d'épargne renvoie à l'étroitesse de la capitalisation des grandes entreprises françaises qui apparaissent comme particulièrement vulnérables à l'égard d'OPA hostiles venant de l'étranger. Une partie importante de cette capitalisation, évaluée à 40 %, est détenue par des investisseurs institutionnels non résidents (fonds de placement et fonds de pension) qui contribuent à imposer une rentabilité des fonds propres élevée et par suite une gestion extrêmement serrée de l'emploi..

On a déjà montrés que les entreprises françaises ne souffrent pas d'un déficit d'épargne. La faiblesse de leur capitalisation est plutôt un héritage des traditions de l'économie française. Il y a 20 ans, le financement externe était plus important qu'aujourd'hui mais passait avant tout par le crédit bancaire ; puis le ralentissement de l'accumulation a permis aux entreprises de se désendetter et de renforcer leurs fonds propres. Enfin, le secteur public a constamment occupé une place importante. C'est la mise en cause de ces caractéristiques, et en particulier les privatisations massives, qui ont fragilisé la structure du capital français à l'égard d'un capital financier totalement dérégulé.

L'institution de fonds de pension français permettrait dans ces conditions de consolider le financement de nos entreprises et de mieux garantir leur « nationalité ». Une telle argumentation peut surprendre lorsqu'elle émane de groupes de pression plutôt favorables à la privatisation et à la mondialisation, et qui font preuve là d'une singulière inconséquence. Pourquoi redouter en effet les vertus des lois du marché auxquelles on a décidé de s'exposer pleinement ? Dans une économie mondialisée, cela a-t-il un sens de vouloir conserver une source de financement nationale ? S'il s'agit d'une priorité essentielle, qui serait par exemple la condition de mise en oeuvre d'une politique industrielle, alors pourquoi ne pas le dire et, surtout, pourquoi ne pas y avoir pensé avant de privatiser ? De plus, le tableau est faussé sur plusieurs points.

Pour commencer le poids des investisseurs étrangers doit être relativisé dès lors que l'on raisonne sur l'ensemble des actions (y compris les actions non cotées),. Dans la mesure où les particuliers détiennent un nombre important d'actions non cotées en Bourse, la part des investisseurs étrangers descend, selon une étude du CREP, à 13,4 % de la capitalisation boursière quand on prend en compte ces dernières, soit un taux de pénétration par l'étranger qui est peu différent de principaux pays européens.

En second lieu, les grands groupes français sont engagés dans des processus de fusion et de concentration où ils ne semblent pas handicapés par leur insuffisante capitalisation. On serait bien en peine de citer une seule absorption hostile d'une entreprise significative. Un

---

<sup>26</sup> Doug Henwood, *Wall Street*, Verso, Londres, 1997. Doug Henwood édite par ailleurs un très utile bulletin, *Left Business Observer*.

<sup>27</sup> Pour reprendre l'excellente formule de Frédéric Lordon dans « La gauche dans la logique de la finance », *Le Monde*, 9 novembre 1999. On lira avec profit son livre paru depuis : *Fonds de pension, piège à cons ?*, Raisons d'agir, 2000.

argument voisin a beaucoup servi à justifier la privatisation de groupes publics comme France Télécom ou Air France. Le fardeau que représentait en théorie leur statut d'entreprises publiques ne les a pourtant pas empêchées d'acheter des sociétés de téléphone au Brésil ou en Argentine, ou même des fragments de réseaux ferroviaires au Royaume-Uni dans le cas de la SNCF. Plus récemment, l'achat de Samsung et Nissan par Renault est venu confirmer cette aisance financière.

Il faudrait de surcroît supposer que ces fonds se tournent principalement vers le financement de leur propre entreprise ou d'entreprises françaises. Mais pourquoi des fonds de pension à la française se comporteraient de manière différente des fonds de pension anglo-saxons, et n'iraient pas chercher une rentabilité plus élevée à l'autre bout du monde ? Quand on met le doigt dans l'engrenage financier, il est difficile de faire les choses à moitié. Ne serait-il pas possible d'imposer des quotas de placements franco-français ? Non plus, parce que ce serait « illégal » par rapport aux règles de la libre concurrence : on se heurterait immédiatement à la Commission européenne et à l'OMC et il est clair que cela ne fait pas partie des intentions des promoteurs de l'épargne salariale..

Il faut ici répéter que la France dispose d'une balance commerciale largement excédentaire, ce qui veut dire qu'elle investit à l'étranger et, dans ce cas, pourquoi voudrait-elle interdire aux autres pays ce qu'elle trouve habile de faire pour son propre compte ? Comment, surtout, pourrait-on contraindre les gestionnaires de l'épargne salariale d'accorder une préférence communautaire qu'interdit de toute manière la logique libérale de la construction européenne ? Il fallait réfléchir à tout cela avant de privatiser à tour de bras. Et le comble serait d'inverser l'argumentation et de suggérer de nouvelles privatisations, afin d'alimenter des « fonds » rendus nécessaires par les privatisations antérieures ou par le dogme selon lequel les cotisations patronales sont intangibles. De plus, le contrôle par des capitaux nationaux n'a d'intérêt que s'il induit des possibilités d'intervention publique par exemple en matière de politique industrielle ou d'orientations sociales. Quel sens cela peut-il avoir dans le capitalisme mondialisé qui tend à unifier le comportement des possesseurs de capitaux ? Quel sens cela peut-il avoir quand le gouvernement français refuse « l'intervention de l'Etat dans l'économie » ? Du point de vue des salariés, la nationalité du capital n'a plus beaucoup d'importance aujourd'hui. Des fonds de pension français, enserrés dans ce système, ne pourraient avoir d'autre comportement que la recherche de taux de profit toujours plus élevés avec les conséquences que l'on sait en matière de gestion de la main-d'œuvre. S'il s'agit de stabiliser les structures de propriété, le plus simple serait de définir directement des règles limitant la présence du capital étranger ou encadrant les fusions-acquisitions. Et cela n'aurait de sens qu'à condition de proposer l'extension de telles mesures au niveau européen.

Reste l'idée selon laquelle les fonds salariaux représenteraient au moins une protection contre les offres publiques d'achat (OPA) hostiles. Curieusement, c'est le moins fréquemment invoqué (25 %) par les principaux intéressés, les chefs d'entreprise<sup>28</sup>, qui savent bien que de toute manière des fonds d'épargne salariale ne pourraient accumuler de ressources significatives avant de longues années. Il faudrait une fantastique montée en charge pour qu'elle puisse jouer un rôle qui soit autre chose qu'un bénévolat symbolique à vertu pédagogique.

---

<sup>28</sup> Enquête réalisée en juin 1999 par la société Altédia, avec le concours de la Commission des opérations de Bourse COB, auprès de 150 sociétés cotées à la Bourse de Paris, et citée par le rapport Chérioux.

Une fois que l'on s'inscrit dans la logique financière, il n'est pas possible d'y échapper, et ceci vaut également pour l'illusion selon laquelle les fonds de pension pourraient introduire d'autres critères et favoriser des projets « éthiquement corrects. » De manière générale, on ne peut attribuer à d'éventuels fonds de pension la prise en charge de fonctions qui relèvent d'autres instruments. Si certaines petites entreprises innovantes ont besoin de financement, alors il faut renforcer des organes susceptibles d'offrir un crédit sélectif, leur consentir des prêts bonifiés, mais ne pas invoquer de manière hypocrite la nécessité de fonds de pension qui, de toute manière, choisiront logiquement les grandes entreprises solides et rentables.

En voulant faire jouer aux fonds de pension des rôles multiples, on en arrive d'ailleurs à des argumentations qui se neutralisent mutuellement, comme c'est le cas de deux députés socialistes, Jérôme Cahuzac et Jean-Claude Boulard. Ce dernier explique dans une tribune du *Monde*<sup>29</sup> qu'il s'était jusque là opposé aux fonds de pension parce que ceux-ci ne seraient accessibles qu'aux personnes pouvant épargner, et donc facteur d'inégalité. Mais il a depuis découvert leur véritable avantage : « *les régimes de répartition s'appuient exclusivement sur la croissance intérieure. Seuls les fonds de pension permettent de prélever sur la croissance externe* ». Bref, à travers la capitalisation, il y aurait une sorte de répartition mondialisée possible entre les pays du Nord (vieux) et ceux du Sud (jeunes). Jérôme Cahuzac, auteur d'un pré-projet de loi sur un fonds d'épargne salariale montre que l'épargne supplémentaire « *devrait donc s'investir hors d'Europe et la récente crise asiatique démontre dans les faits les risques de tels investissements. Risques qu'il est impossible de courir dès lors qu'il s'agit des revenus des générations ne pouvant plus travailler.* » Il faudrait accorder ses violons, si l'on veut s'épargner le ridicule de demander aux fonds de pension de remplir des tâches incompatibles : défendre les entreprises françaises contre les OPA, exploiter les pays émergents, tout en assurant la nécessaire solidarité inter-générationnelle.

### Le pouvoir aux travailleurs ?

Le développement de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié est souvent présenté comme une possibilité de mieux associer les salariés à la vie de l'entreprise. Des salariés-actionnaires pourraient peser sur la stratégie de l'entreprise et lui imposer des critères de gestion alternatifs à la maximisation de la rentabilité financière. Mais ce projet idyllique se heurte d'emblée évidence aux objectifs contradictoires de l'épargne salariale :

- si l'objectif est de contrôler le capital de sa propre entreprise, il faut acheter surtout des actions de cette dernière ; mais alors, l'épargne des salariés sera soumise à un risque très important, puisqu'elle dépendra de la situation financière de cette dernière ;
- s'il faut rentabiliser l'épargne des salariés, il faudra rechercher le profit où il est, y compris à l'étranger, ce qui ne sera favorable ni à sa propre entreprise, ni même nécessairement à l'investissement en actions nationales ;
- enfin, si l'objectif est de lutter contre les investissements étrangers, rien ne dit que cela se réalisera au profit de sa propre entreprise, ni au mieux des intérêts des épargnants.

On a du mal à comprendre pourquoi le patronat se ferait le promoteur le plus actif de l'actionnariat salarié si celui-ci devait le conduire à remettre une partie de son pouvoir aux travailleurs ! C'est effectivement hors de question et l'actionnariat salarié ne représente pas

---

<sup>29</sup> Jean-Claude Boulard, « Réflexion faite, oui aux fonds de pension », *Le Monde*, 13 novembre 1998.

une vraie menace. Il n'est en rien ce levier dont pourraient s'emparer les syndicats, contrairement à ce que leur suggère Michel Aglietta : « *La montée d'un actionariat salarié prenant le contrôle des fonds de pension pourrait modifier l'arbitrage entre les intérêts des épargnants et ceux des travailleurs. Cela pourrait être une perspective pour les syndicats d'Europe continentale [qui] trouveraient dans les fonds salariaux la médiation pour influencer les normes de rentabilité* »<sup>30</sup>. Des salariés qui renonceraient durablement à la progression des salaires ne pourraient espérer retrouver en tant qu'actionnaires ce pouvoir perdu. Si l'on veut vraiment étendre leurs droits, il y a d'ailleurs d'autres moyens que l'actionariat ; cela pourrait passer par le renforcement des pouvoirs économique des comités d'entreprise, par la présence d'administrateurs salariés élus par l'ensemble du personnel, par un droit de contrôle sur les emplois créés dans le cadre de la réduction du temps de travail.

Au moment du bras de fer entre la BNP et la Société générale, les salariés actionnaires n'ont pas pu faire valoir un point de vue autonome et ont joué un rôle de force d'appoint, contrairement à ce qui a pu être dit. Et pour que les choses soient bien claires, on leur refuse la présence d'un représentant au Conseil d'Administration. Ce n'est pas étonnant : la distribution d'actions a pour objectif de faire obstacle à la constitution d'un acteur collectif en atomisant les salariés au prorata de leur portefeuille, et en segmentant un peu plus le salariat. Car telle est la fonction des nouvelles formes de rémunération : à un pôle, les précaires - salariés des PME de la sous-traitance, intérimaires, femmes à temps partiel - et, de manière générale les bas salaires, n'auront que des miettes symboliques ; à l'autre pôle, les salariés les plus qualifiés, les cadres, seront transformés en porteurs des intérêts généraux de l'entreprise et en quasi-associés (jusqu'à la prochaine récession en tout cas). En découpant le salariat en tranches - par générations, par catégories d'entreprises, par niveaux de qualification - on cherche ainsi à développer cet « *individualisme patrimonial* » si bien analysé par André Orléan<sup>31</sup>. Dès lors, l'actionariat salarié est à la précarité ce que la carotte est au bâton : tout le salariat sera ainsi écartelé entre la menace du chômage et l'appât d'une participation aux gains, forcément sélective. Ce n'est absolument pas le cadre dans lequel peut se constituer un projet alternatif à la fuite en avant du capitalisme contemporain dans la finance.

### La « cannibalisation » de la répartition

La fonction principale de la capitalisation, même à petites doses, n'est pas de compléter le régime par répartition, mais au contraire de le « cannibaliser », autrement dit de légitimer son gel progressif. L'introduction de nouveaux produits d'épargne rend possible la réduction au service minimum du premier pilier : puisque chacun est libre de compléter ce régime de base, et que l'augmentation de la cotisation est insupportable socialement, le mieux est de geler sa progression. Ce dispositif a un avantage évident pour le patronat, puisqu'il revient à extraire du salaire une partie de la masse salariale : cette modification pèse donc dans le sens d'une baisse supplémentaire de la part des salaires. Dans l'abstrait, on pourrait imaginer que la non-progression de la cotisation autorise une croissance plus rapide du salaire net ainsi allégé d'un supplément de cotisations. En pratique, il est facile d'imaginer que ce report ne se fera pas et que le patronat cherchera à modifier une nouvelle fois le partage de la valeur ajoutée en sa faveur. La capitalisation représente aussi l'avantage de

---

<sup>30</sup> Michel Aglietta, *Régulation et crises du capitalisme* postface, Odile Jacob, Paris, 1997.

<sup>31</sup> André Orléan, *Le Pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris, 1999.

restructurer la distribution des intérêts sociaux : les retraités étant intéressés à une meilleure rémunération du capital, ils ne peuvent qu'appuyer des mesures visant à réduire le coût salarial.

De ce point de vue, la capitalisation est évidemment une forme nouvelle d'association capital-travail. C'est d'ailleurs ce qu'affirme sans ambages le rapport, décidément utile, du sénateur Jean Chérioux : « *le salarié n'est plus seulement employé de l'entreprise, il est aussi associé* ». Le même rapport cite cette enquête fort éclairante évaluant les motivations des directions d'entreprises à développer l'actionnariat salarié. Ce dernier a le mérite de stabiliser le personnel (68 % des réponses), de permettre une meilleure compréhension des entreprises et du marché (83 % des réponses). Il fait que « *tous tirent dans le même sens* » (86% des réponses), bref il motive les salariés : 89% des réponses.

« *Tous tirent dans le même sens* » ! Cette formule évoque le discours du général De Gaulle aux mineurs de Saint-Etienne, le 4 janvier 1948 : « *Le progrès dans la productivité, comment l'obtenir, sinon par la coopération active du personnel tout entier ? Oui, parfaitement ! Il faut que tout le monde s'y mette et que chacun y ait intérêt.* » Après l'intéressement mis en place en 1959, et la participation en 1967, les projets d'épargne salariale renouent avec l'idéologie gaulliste de la participation, elle-même fondée sur l'association du capital et du travail. Cette association aux résultats de l'entreprise est un succédané à la progression du salaire. Voilà pourquoi elle intéresse les patrons. Au lieu d'augmenter les salaires réels au même rythme que la productivité, la nouvelle formule de rémunération se décompose en deux éléments : des salaires bloqués, et une contrepartie partielle et individualisée, sous forme d'association aux résultats financiers.

Ce cannibalisme se double logiquement d'un dualisme. La dose de capitalisation ne se borne pas à déplacer l'équilibre entre cotisation et fonds de pension, elle introduit un élément de différenciation entre ceux qui pourront souscrire à un supplément d'épargne et les autres. A cause des bas salaires et de carrières de plus en plus chaotiques, un nombre croissant de salariés se contenteront du régime de base dont le rendement relatif ira évidemment en décroissant. Ce pronostic est largement partagé par des analystes aussi réputés que Kessler et Strauss-Kahn qui le développaient dans un livre datant de 1982<sup>32</sup> : « *La capitalisation individuelle apparaît comme réservée à certains et la volonté de préparer sa retraite comme une motivation profonde qui aboutit à des inégalités de patrimoines beaucoup plus élevées que les inégalités de revenus.* » Autrement dit : « *L'épargne apparaît alors comme une pièce maîtresse de la formation des inégalités.* » On ne le leur fait pas dire.

L'introduction de l'épargne salariale vise principalement à institutionnaliser les nouvelles formes de stratification du salaire, en détachant une fraction du salariat dont les intérêts seraient directement associés à ceux de la finance. Un tel projet aurait des répercussions immédiates sur le système de retraites par répartition : les avantages accordés à l'épargne salariale la rendrait attractive pour les salariés concernés et leurs employeurs, au détriment du financement de la protection sociale. La différence entre les deux formes de rémunération est triple :

---

<sup>32</sup> Dominique Strauss-Kahn et Denis Kessler, *L'épargne et la retraite. L'avenir des retraites préfinancées*, Economica 1982.

1. la participation financière coûte moins cher aux patrons qu'une redistribution des gains de productivité aux salariés, ne serait-ce qu'en raison des avantages sociaux et fiscaux ; comme les fonds restent bloqués plusieurs années, les entreprises bénéficient dans une première phase de liquidités abondantes qui peuvent déclencher une euphorie artificielle. Car il faudra bien en fin de compte verser réellement les rémunérations correspondantes.
2. la redistribution financière est inégalitaire et discrétionnaire ; elle est toujours fonction du revenu, les cadres en profitent plus que les travailleurs du rang, et les cadres dirigeants plus que tous les autres (notamment en ce qui concerne les stock options).
3. le risque financier est reporté sur les salariés. Alors que la rémunération sous forme de salaire est certaine, celle des actions dépend de l'évolution du cours de l'action. Or, rien n'autorise à croire que la hausse observée au cours de la dernière décennie (le CAC 40 a été multiplié par 2,4 depuis 1990) se poursuivra indéfiniment. A long terme, c'est même le contraire qui devrait se produire, par l'effet même de l'arrivée à la retraite des générations nombreuses de l'après-guerre.

### La loi sur l'épargne salariale

Il est essentiel de lever cette ambiguïté selon laquelle il existerait une différence de nature entre fonds de pension et fonds d'épargne salariale, et que l'on pourrait rejeter les premiers tout en acceptant les seconds. Cette curieuse obstination à vouloir attacher les salariés à leurs entreprises tout en prétendant que cela n'a rien à voir avec la retraite ne tient pas la route très longtemps. Comment soutenir sérieusement que des plans d'épargne à long terme (15 ans) dont les plus-values en capital seraient défiscalisées (complètement !?) ne se transformeraient, moyennant de minimes et progressifs glissements, en ces fonds de pension dont personne, en principe, ne veut plus. En fait, les plans d'épargne d'entreprise (PEE) déjà existants ont déjà tout naturellement glissé vers des plans à long terme (PEELT) et, comme l'explique la Commission des opérations de Bourse (COB) : « *Il suffirait au demeurant de peu de choses pour transformer un PEE en fonds de pension : que l'échéance ne soit plus fixée en nombre d'années (cinq ou huit) mais à la date de départ à la retraite* »<sup>33</sup>. C'est décidément un secret de Polichinelle !

D'ailleurs, au Parlement européen, on appelle un chat un chat. Ainsi, le récent rapport Kuckelkorn sur les retraites « *se félicite de l'intention de la Commission de présenter au pouvoir législatif - au Conseil et au Parlement - une proposition de directive sur les retraites complémentaires qui doit essentiellement définir un cadre communautaire pour le développement d'un véritable marché unique des fonds de pension* »<sup>34</sup>. Vous avez bien lu : un marché unique des fonds de pension !

C'est dans ce contexte qu'il faut situer les récentes propositions de Fabius, même si le ministre prend bien soin d'affirmer qu'il entend « *ne porter en rien atteinte au principe de la répartition* » et que « *l'épargne salariale ne vise pas à remplacer du salaire par de l'épargne ou à supprimer tout conflit d'intérêt possible entre le capital et le travail* ». Son PPESV (Plan partenarial d'épargne salariale volontaire) resterait bloqué pendant une durée minimale de 10 ans, et sa sortie se ferait, au choix du salarié, en rente ou en capital. Il reste donc

---

<sup>33</sup> Citée par la Cour des Comptes dans son *Rapport sur la sécurité sociale* de septembre 1999.

<sup>34</sup> Parlement Européen, rapport de Wilfried Kuckelkorn sur la communication de la Commission « Vers un marché unique pour les retraites complémentaires », 29 février 2000.

parfaitement conforme à la logique libérale de privatisation par petits bouts des systèmes de protection sociale. Par rapport aux produits existants, le PPESV augmente le plafond d'abondement de l'employeur à 30 000 francs et prévoit des avantages fiscaux et sociaux.

D'un point de vue pratique, la question-clé reste celle des charges sociales. *Les Echos* écrivent dans leur numéro du 19 juin 2000 que « ces sommes seront exonérées de cotisations sociales, afin de bien montrer qu'il s'agit d'épargne salariale et non d'épargne retraite déguisée ». Notre point de vue est exactement inverse : toute forme de rémunération salariale exemptée de cotisations sociales est un coin enfoncé dans le système de répartition et doit être refusée pour cette raison. Cette analyse a également été mise en avant par Attac de la loi Fabius (voir encadré) ; elle a été récemment confirmée par le rapport du Conseil d'orientation des retraites, qui souligne qu'un « développement excessif de formes de rémunérations non salariales et non soumises à cotisations sociales fragiliserait les régimes de retraite. Il est clair aussi que les encouragements à l'épargne sont négatifs pour les régimes de retraite lorsqu'ils s'accompagnent de larges déductions de cotisations à l'assurance vieillesse ».

Encadré

*La position d'Attac sur la loi Fabius (extraits)*

(...) Ce projet appelle plusieurs remarques :

Il s'agit de la mise en place, sans oser l'assumer politiquement, de fonds de pension, et, de surcroît, dans la forme la plus désavantageuse pour les salariés. En effet, le système est « à cotisation définie » c'est-à-dire qu'il n'offre aucune garantie de prestation en bout de course, le risque étant supporté entièrement par le salarié. C'est d'ailleurs aussi le cas dans la grande majorité des fonds anglo-saxons qui, de fonds à « prestation définie », se sont transformés en fonds à « cotisation définie ».

Les sommes versées au PPESV ne sont pas soumises à cotisations sociales. Ce sont donc les ressources de la retraite par répartition qui sont directement menacées. Plus le PPESV aura du succès, plus l'avenir de ce système de retraite sera compromis. Ce qui était condamnable sous la droite avec la loi Thomas deviendrait-il acceptable dans le projet gouvernemental ?

Ce dispositif va jouer contre les salaires. L'abondement de l'entreprise se fera évidemment à profit constant. Les directions se serviront du PPESV pour refuser toute augmentation de salaire et tenteront d'y faire passer une part de plus en plus grande de la rémunération, compte tenu des avantages fiscaux et sociaux qu'elles y trouvent. Les salariés vont donc échanger une rémunération immédiate et assurée contre une rémunération différée et aléatoire, car liée à l'évolution des marchés financiers et aux résultats de l'entreprise.

Ce dispositif va aggraver les inégalités entre salariés. Il sera d'autant plus intéressant que la capacité d'épargne sera importante. Ce sont donc les hauts salaires qui en profiteront principalement.

La sortie du PPESV se fait en capital ou en rente. Remarquons que les fonds de pension anglo-saxons, qui pratiquaient une sortie en rente, essaient de la transformer en capital : alors qu'une sortie en rente entraîne des frais de gestion qui sont à la charge du fonds, une sortie en capital permet de les mettre à la charge du retraité qui, de plus, supportera seul le risque financier lié à la gestion de ce capital. Le débat que certains essaient de lancer sur le mode "la sortie en rente c'est de la retraite par capitalisation, la sortie en capital c'est de l'épargne salariale" est donc totalement vide de sens.

## Chapitre 4

### Viabilité de la répartition

La critique des projets de « réforme » des retraites par répartition et des supposés avantages de la capitalisation débouche sur une proposition centrale : c'est à l'intérieur du système par répartition que le « problème » démographique peut et doit être traité pour des raisons d'efficacité économique et de justice sociale.

Toute la discussion part du ratio démographique qui rapporte le nombre de personnes âgées de 60 ans et plus au nombre de personnes âgées de 20 à 59 ans. Ce ratio vaut 38,5 % en 1995 et passerait, selon le rapport Charpin, à 72,6 % en 2040. Autrement dit, pour chaque personne susceptible de se trouver à la retraite en 1995, il y a 2,6 personnes d'âge actif, et il ne devrait plus y en avoir que 1,4 en 2040. Dans la logique d'un système par répartition, cette vive progression du ratio de dépendance doit s'accompagner d'une augmentation du taux de cotisation qui assure l'égalité entre cotisations et pensions. Tout repose ensuite sur le postulat suivant selon lequel cette hausse de cotisation, qui traduit le vieillissement de la population, serait insupportable. *« C'est toute la question de la tolérabilité des prélèvements obligatoires. S'il n'existe aucun plafond à ceux-ci, l'adaptation au nouveau régime démographique devrait pouvoir se faire en douceur (à supposer bien sûr que les progrès de productivité gardent un rythme correct), et la réflexion pourrait s'arrêter là. Inversement, si un tel plafond existe réellement, une réflexion s'impose sur la façon de le contourner. C'est dans cette hypothèse répandue selon laquelle ce plafond serait d'ores et déjà atteint que nous allons nous placer. »*<sup>35</sup> C'est cette idée (« répandue », mais par qui ?) qu'il faut évidemment refuser parce qu'elle repose sur une dramatisation excessive et irresponsable des projections.

#### La répartition en une formule

Un système de retraites par répartition est une caisse qui transfère en flux continu les cotisations versées par les entreprises aux retraités. Aux frais de gestion près – qui sont largement inférieurs à ceux que l'on constate dans les fonds de pension – les dépenses de cette caisse sont égales au total des pensions versées, qui peut se décomposer en nombre de retraités et pension moyenne. Les recettes sont obtenues en appliquant un taux de cotisation moyen à la masse salariale, qui se décompose elle-même en nombre de salariés et salaire moyen. L'équilibre entre emplois et ressources de la caisse peut donc s'écrire de la manière suivante :

$$\begin{aligned} & \text{nombre de salariés} * \text{salaire moyen} * \text{taux de cotisation} \\ & = \text{nombre de retraités} * \text{pension moyenne} \end{aligned}$$

On peut déduire de cette relation le taux de cotisation qui assure l'égalité comptable entre recettes et dépenses de la caisse. Il s'écrit ainsi :

$$\text{taux de cotisation} = \frac{\text{nombre de retraités}}{\text{nombre de salariés}} * \frac{\text{pension moyenne}}{\text{salaire moyen}}$$

---

<sup>35</sup> Didier Blanchet, « Retraites et croissance à long terme : un essai de simulation », *Economie et prévision* n° 105, 1992.

On voit alors apparaître deux grandeurs significatives. Le rapport entre le nombre de retraités et le nombre de salariés actifs est le ratio de dépendance observé (il laisse de côté les chômeurs) ; le rapport entre pension moyenne et salaire moyen est le taux de remplacement. Toute la logique d'un système par répartition est donc contenue dans la formule suivante :

taux de cotisation = ratio de dépendance \* taux de remplacement

Cette formule permet de comprendre qu'une augmentation donnée du ratio de dépendance ne peut se solder que de deux manières :

- soit le taux de cotisation augmente lui aussi pour accompagner la progression du ratio de dépendance, et cette augmentation est exactement parallèle si le taux de remplacement est maintenu constant ;
- soit le taux de cotisation n'augmente pas du tout, ou pas assez, et c'est le taux de remplacement qui doit baisser, ce qui revient à dire que les retraités s'appauvrissent par rapport aux salariés actifs.

Cette présentation permet déjà de comprendre pourquoi il est strictement impossible de prétendre que l'on est favorable au principe de la répartition si l'on dit par ailleurs que le taux de cotisation ne doit plus jamais augmenter.

#### L'équivalence-productivité

L'augmentation du taux de cotisation peut-elle devenir insupportable ? Dans l'absolu, on pourrait imaginer que l'augmentation du nombre de retraités soit tellement rapide qu'il ne serait pas possible de faire progresser simultanément leur pouvoir d'achat et celui des salariés. On verrait se mettre en place une forme de lutte de classes intergénérationnelle que les adversaires de la répartition s'attachent d'ailleurs à susciter. En réalité, nous sommes très loin de ce cas de figure.

Pour le montrer, on raisonnera à partir de deux règles, qui sont des règles équitables et soutenables :

- première règle : la masse salariale augmente au même rythme que la valeur ajoutée. Cela revient à dire que la part des salaires est constante à moyen terme, ou encore que le salaire (y compris les cotisations) augmente au même rythme que la productivité – la valeur ajoutée par tête ;
- seconde règle : le pouvoir d'achat de la pension moyenne augmente au même rythme que le salaire net, et ce parallélisme est assuré, à l'intérieur de la masse salariale, par l'augmentation du taux de cotisation.

Avec ces deux règles, la progression de la productivité peut se décomposer en deux fractions :

- la progression du pouvoir d'achat uniforme, la même pour les salaires nets et les pensions ;
- une « ponction » correspondant à l'augmentation du nombre de retraités (qui reçoivent du revenu sans contribuer à sa production) par rapport aux salariés qui produisent cette valeur nouvelle.

Cette reconduction du système par répartition conduit-elle alors à des situations réellement insupportables, où par exemple, le pouvoir d'achat moyen ne progresserait plus ou même reculerait ? C'est bien cette menace implicite qui sous-tend le discours dominant mais on se trouve en réalité très éloigné d'une telle catastrophe. Les deux règles retenues conduisent à une relation fondamentale qui peut s'interpréter ainsi : le salaire net moyen et la pension moyenne progressent à la même vitesse, et cette progression est égale à celle de la productivité moins un certain montant de pouvoir d'achat qui correspond au transfert vers les nouveaux retraités. Autrement dit la hausse du taux de cotisation peut se mesurer en équivalent-productivité, et cet effet du vieillissement ne dépend plus que du ratio de dépendance, compte tenu encore une fois des règles que nous nous sommes données.

L'ampleur de ce transfert doit donc être appréciée par rapport à l'évolution de la productivité attendue. S'il était du même ordre de grandeur que celle-ci ou la dépassait, on pourrait effectivement imaginer un conflit de répartition dans la mesure où la quasi-intégralité des gains de productivité seraient captés par les nouveaux retraités, et seraient épuisés par le simple maintien du niveau de vie de chacun. Au-delà seulement commenceraient des conflits absolus de répartition entre retraités et salariés. Voilà pour l'algèbre. Il faut en venir ensuite à l'arithmétique pour se demander si nous sommes proches ou non de situations de tension insupportable.

#### Notre évaluation des projections du rapport Charpin

Nous avons mené ce travail sur les hypothèses du rapport Charpin et sur un autre scénario obtenu en corrigeant un certain nombre d'entre elles. Ce sont les hypothèses portant sur le nombre de personnes occupées qui sont particulièrement sujettes à caution. De nombreux facteurs peuvent en effet conduire à moduler les résultats, parmi lesquels le solde migratoire ou l'âge de la retraite. On en signale ici un autre, qui est l'activité des femmes : sur ce point, les projections du rapport Charpin postulaient une poursuite de la progression de l'activité féminine à un rythme ralenti dans la mesure où on serait proche de la « saturation ». C'est oublier complètement la question du temps partiel en grande partie imposé aux femmes qui est la contrepartie de taux d'activité qui, effectivement, se rapprochent de ceux des hommes. Supposons pour mesurer le potentiel en population active que l'on passe de 80 à 90 % de taux d'activité des femmes de 20-59 ans, et que l'on transforme tous les emplois à temps partiel en emplois à plein temps. La première hypothèse correspond à une augmentation de 12,5 % (90/80). Supposons que le temps partiel est en moyenne du mi-temps : en passant à du plein temps, on doublerait le nombre d'heures pour le tiers des femmes aujourd'hui à temps partiel, ce qui conduit à une augmentation potentielle de 20 % des heures travaillées. Au total l'activité des femmes peut augmenter d'un tiers, soit environ 15 % de l'ensemble de la population active.

Il y a enfin l'hypothèse d'un taux de chômage « d'équilibre » que, dans sa phase initiale, le rapport Charpin avait éternellement fixé à 9 %. Il repose sur une pseudo-théorie décrétant qu'on ne peut descendre en dessous d'un taux de chômage fatidique baptisé NAIRU. Cela dit, ce paramètre ne modifie pas considérablement l'évolution du ratio de dépendance. Imaginons par exemple un scénario optimiste de retour à un quasi plein-emploi, avec un taux de chômage de 3 % au lieu des fatidiques 9 %. On obtient alors un facteur correcteur de  $(1-0,03)/(1-0,09)$  soit un peu plus de 6 % d'actifs en plus, ce qui ne change pas qualitativement les termes du problème. En retenant cette dernière évaluation, ainsi que le

surcroît d'activité des femmes, on obtient un supplément de population active de 20 % qui définit notre « variante haute ». Au total, le résultat est sans équivoque : même avec les données pessimistes du rapport Charpin, le vieillissement opère un transfert équivalent à 0,52 point de productivité par an. Avec notre hypothèse haute, qui suppose une population active plus élevée de 20 %, on réduit à peu près dans cette proportion la contribution supplémentaire aux retraites qui équivaut alors à 0,34 point de productivité (tableau 1). On est donc très loin de la catastrophe attendue.

Tableau 1. Evolution du ratio retraités/actifs occupés

Hypothèses	1995	2040	Equivalent productivité
Scénario du Plan	46 %	84 %	0,52 %
Notre hypothèse « haute »	46 %	70 %	0,34 %

La manière dont se calcule l'équivalent-productivité du vieillissement est très simple. Elle est d'ailleurs indépendante de toute hypothèse portant sur la progression de la productivité, dans la mesure où celle-ci permet au revenu des actifs et des retraités d'augmenter plus mais sans modifier la part relative des uns et des autres. Dans le scénario du Plan, le ratio de dépendance passe de 46 % à 84 % entre 1995 et 2040. L'indicateur de « ponction » des retraités est multiplié dans la proportion  $(100+84)/(100+46)$  soit 1,26. Mais cette progression est étalée sur 45 ans. Chaque année le coefficient multiplicatif est égal à 1,26 puissance 1/45 soit 1,0052 soit un équivalent-productivité de 0,52 %. Ce résultat, obtenu à partir des chiffres de la commission Charpin, rejoint des évaluations antérieures, émanant y compris d'adversaires de la répartition comme Kessler <sup>36</sup>.

On peut illustrer ce résultat d'une manière plus parlante. Avec une progression de la productivité horaire de 2 % (équivalente à la moyenne observée sur le XXème siècle) on peut, à la fois :

- maintenir la part relative des salaires et des profits ;
- faire progresser les retraites au même rythme que le salaire net : 0,5 % de productivité ;
- passer progressivement aux 30 heures : 0,6 % de productivité ;
- assurer une progression générale du pouvoir d'achat de 0,9 % par an, à coût salarial unitaire constant, de telle sorte que le pouvoir d'achat de tous, salariés ou retraités, aurait ainsi progressé de 50 %.

A partir de choix différents quant à la répartition des gains de productivité, on peut arriver à une situation en 2040 où la durée du travail serait de 25 heures, et où tout le monde, salariés et retraités, obtiendrait un revenu supérieur de 25 % à ce qu'il est aujourd'hui. Ces projections sont décidément le contraire d'une catastrophe, ce qui ne les empêche pas d'impliquer une augmentation considérable du taux de cotisation.

<sup>36</sup> « Prenons la période de dégradation la plus rapide, c'est-à-dire la période 2005-2025. Dans cette période, il suffirait d'un progrès de productivité de l'ordre de 0,5 % par an pour compenser la diminution relative du nombre d'actifs » écrivaient Didier Blanchet et Denis Kessler dans « Prévoir les effets économiques du vieillissement », *Economie et statistique* n°233, juin 1990.

Et la croissance ?

Le rapport Teulade<sup>37</sup> a mis en avant l'idée qu'une forte croissance permettrait d'assurer l'équilibre du système par répartition sans avoir même à augmenter le taux de cotisation ou toucher à l'âge de la retraite. La stabilisation de la part des retraites dans le revenu national serait possible pour une croissance moyenne de 3,5 % sur les 40 prochaines années. On peut discuter de la plausibilité de ce scénario et le considérer exagérément optimiste du point de vue de la croissance, digne des « Trente glorieuses ». Mais l'hypothèse sur la productivité est encore plus forte : pour que le nombre d'emplois créés compense l'arrivée de nouveaux retraités, il faut qu'elle progresse à un rythme nettement inférieur au taux de croissance de l'économie, par exemple 2 % de productivité pour 3,5 % de croissance.

Le scénario favorable du rapport Teulade suppose que la productivité reste à 2 % pour une croissance de 3,5 %, de telle sorte que les effectifs progressent considérablement : 1,5 % sur 40 ans, cela donne une augmentation de 80 % du nombre d'actifs occupés. Cette progression correspond effectivement à celle du nombre de retraités, de telle sorte que la proportion actifs/retraités est stabilisée.

Supposons qu'il n'en aille pas ainsi, et que la croissance de la productivité soit également à 3,5 %. Cela veut dire (à durée du travail inchangée) que les effectifs n'augmentent pas. Ce surcroît de productivité signifie que tous, salariés et retraités, auront un pouvoir d'achat qui augmentera plus vite, mais cela ne changera rien au fait que la part des retraités dans le revenu, et donc le taux de cotisation, devraient augmenter. En soi, la productivité ne réduit pas le transfert des actifs vers les retraités.

Ce scénario se heurte à donc à deux difficultés évidentes. La première est que l'on n'a jamais connu une croissance créant autant d'emplois. Ainsi, pendant les années d'expansion allant de la Libération à la rupture de 1974, la croissance de la productivité était à peu près équivalente à celle du PIB (autour de 5 %) de telle sorte que la croissance se faisait à effectifs presque fixes. Il s'agit donc non seulement d'une croissance soutenue mais surtout d'une croissance d'un type nouveau que l'on n'a jamais observé. Même en se fiant aux vertus de la nouvelle économie, on se heurte à une deuxième objection : l'accroissement de population active postulé excède largement le potentiel démographique et implique un recours massif à l'immigration. Que celle-ci soit appelée à jouer un rôle d'ajustement, cela est en train de devenir une évidence. Qu'elle puisse représenter une contribution aussi considérable (près de 15 millions de personnes sur 40 ans) c'est un cas de figure peu vraisemblable qui ne devrait en aucun cas être présenté comme une alternative qui suffirait à exclure définitivement toute nouvelle augmentation du taux de cotisation.

La confirmation du rapport du COR

Ce rapport a donné raison à notre analyse, en écrivant que « *dans un contexte de croissance de productivité soutenue, une augmentation des taux de cotisations peut être compatible avec une croissance du revenu net des actifs, moindre que la croissance de la productivité mais significative ; elle peut ainsi soutenir largement la comparaison avec l'évolution du revenu net des*

---

<sup>37</sup> *L'avenir des systèmes de retraite*, avis du Conseil économique et social présenté par M. René Teulade, janvier 2000.

*actifs durant ces dernières décennies. Ce schéma peut alors être considéré comme équitable car permettant une évolution du niveau de vie des actifs et des retraités même s'il correspond à une dégradation du rendement des transferts pour chaque génération ».*

Les estimations du dernier rapport du COR donnent l'ordre de grandeur suivant : le taux de cotisation vieillesse devrait passer de 25 % à 40 % du salaire. Cette progression paraît effectivement considérable, mais cette présentation néglige deux faits d'importance. Le premier est que le phénomène est étalé sur 40 ans. Cela change quelque peu la notion de tolérabilité, et c'est justement l'avantage de la répartition d'effectuer les ajustements nécessaires pas à pas, soit 0,37 point de cotisation par an. Il s'agit d'accompagner une transformation sociale qui, de toute manière, implique par son ampleur indiscutable toute une série d'ajustements de la société (et dont les plus profonds ne se situent sans doute pas dans le champ économique). Le second oubli majeur est la progression du pouvoir d'achat : la cotisation plus élevée s'appliquera à un revenu dont le pouvoir d'achat aura considérablement augmenté<sup>38</sup>, à condition bien sûr d'un partage équitable des fruits de la croissance. Pour illustrer ces deux idées et se convaincre de leur pertinence, on peut réfléchir sur un exemple numérique simplifié qui est reporté pour plus de commodité dans l'encadré 1.

L'acceptabilité augmente évidemment avec les gains de productivité, mais dépend d'autres facteurs. Le premier est la « contemporanéité » des choix exercés en répartition : le taux de cotisation moyen, mais aussi tous les autres paramètres du système peuvent être ajustés pas à pas et les conflits sociaux autour de ces choix peuvent être exercés dans la transparence, alors que la capitalisation est le royaume de l'opacité individuelle et de l'incertitude à terme. En outre, ce transfert est légitimé par le fait que la part des actifs dans l'ensemble de la population n'augmente pas ou très faiblement. Autrement dit, l'augmentation du nombre de vieux est en partie compensée par la baisse du nombre de jeunes, comme on l'a montré au premier chapitre. La hausse du taux de cotisation peut alors être interprétée comme le moyen d'organiser une progression relativement moins rapide des dépenses privées des ménages consacrées à l'éducation des enfants au profit d'une prise en charge socialisée des anciens.

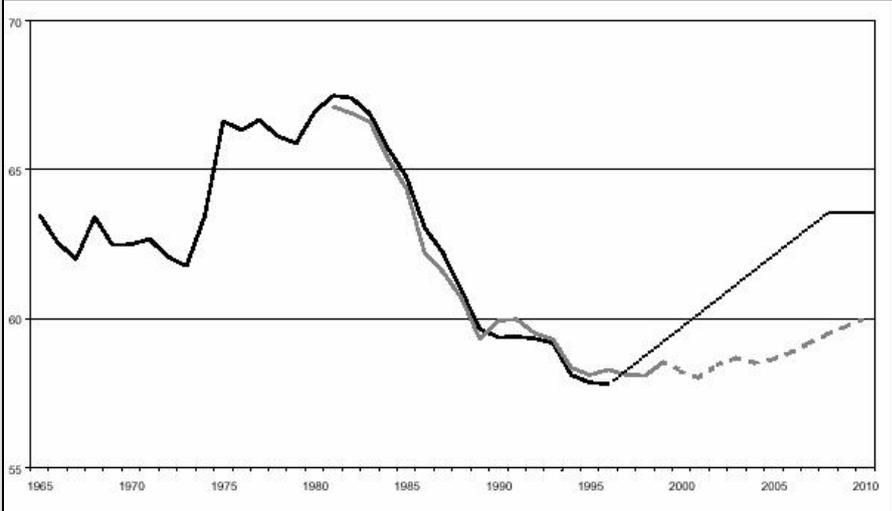
### Une question de répartition des richesses

Cette augmentation de 6,5 points de la part des retraites dans le PIB doit être d'autant plus relativisée que le poids des pensions s'est accru de plus de 7 points entre 1960 et 1998, passant de 5% à plus de 12% du PIB, sans que l'entrée dans la crise ne remette en cause cette tendance et sans qu'ait été enregistré une quelconque « révolte des actifs ». Une vision catastrophique est d'autant moins fondée qu'un rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée est tout à fait envisageable. Il n'est d'autre part pas acceptable de considérer comme pérenne la baisse de 10 points de la part des salaires ayant eu lieu ces dernières années. La discussion sur les retraites est donc indissociable de la question de la répartition des revenus. Si on fait de nouveau baisser la part des salaires, aucune « réforme » des retraites ne pourra éviter un appauvrissement relatif des salariés, qu'ils soient actifs ou retraités. On illustre ainsi l'idée que la menace pesant sur les retraites vient plus de la ponction opérée par les revenus financiers que de la démographie.

---

<sup>38</sup> 40 ans de croissance à 1,7 % correspondent à un doublement du PIB.

Graphique 1. Part des salaires en % de la valeur ajoutée (corrigée pour non salarisation)



Sources : OCDE, INSEE, OFCE

## Encadré 1.

### Arithmétique des retraites

On considère une économie simplifiée pour 2000, où l'on retrouve les principaux ordres de grandeur de l'économie française : la part salariale est à 60 %, le taux de cotisation retraite à 25 %, et les retraites représentent 12 % du PIB. C'est la colonne a. Sautons en 2040, avec des hypothèses voisines du rapport Charpin. Le PIB a progressé en moyenne de 2 % par an, il a donc été multiplié par 2,25 et passe de 8000 à 18000 milliards de francs. On raisonne pour simplifier en supposant que les effectifs employés n'ont pas changé et que la progression de la productivité est donc égale à celle du PIB.

La masse salariale a progressé dans la même proportion que le PIB, mais sa répartition interne a changé, en raison d'une augmentation du nombre relatif des retraités qui fait passer le taux de cotisation à 40 %. Les retraites en viennent alors à représenter 17 % du PIB. Est-ce la catastrophe annoncée ? On peut vouloir donner cette impression en disant par exemple que les retraites passent de 960 à 3100 milliards, qu'elles vont plus que tripler, qu'il faudra trouver 2000 milliards de francs pour les financer, que c'est un gouffre, etc. Ainsi va le catastrophisme. Mais si on regarde de plus près l'évolution des salaires, on s'aperçoit que les choses se présentent tout autrement : le pouvoir d'achat des salariés progresse un peu moins vite que le PIB par tête, mais progresse quand même : 1,75 % par an contre 2,05 %, la différence allant au financement des pensions versées aux nouveaux retraités.

La ponction n'a donc rien d'insupportable et c'est d'autant plus vrai que ce tableau est très sensible à l'hypothèse réalisée sur la part des salaires. Au lieu de maintenir celle-ci au niveau qui est très bas qui est le sien, supposons qu'elle récupère cinq points de PIB, soit la moitié de ce qu'elle a perdu depuis le début des années 80 (voir graphique 1). On obtient une nouvelle projection pour 2040, où le salaire moyen augmente cette fois de 1,96 % par an, donc de manière très voisine de la progression du PIB. Dans ce cas, la « ponction » liée à l'augmentation du nombre de retraités porte sur les profits. Une variante annexée au rapport du COR montre qu'une augmentation de la part des salaires a des effets neutres sur le fonctionnement global de l'économie si elle est compensée par une baisse des dividendes.

	(a) 2000	(b) 2040 part salariale inchangée	(c) Tcam (%)	(d) 2040 part salariale + 5 points	(e) Tcam (%)
(1) PIB	8000	18000	2,05	18000	2,05
(2) Salaires	3840	7700	1,75	8350	1,96
(3) Retraites	960	3100	2,97	3350	3,17
(4) Masse salariale (2)+(3)	4800	10800	2,05	11700	2,25
(5) Taux de cotisation = (3)/(2)	25 %	40 %		40 %	
(6) Part des salaires = (4)/(1)	60 %	60 %		65 %	
(7) Part des retraites = (3)/(1)	12 %	17,2 %		18,6 %	