

Point de vue d'Anne Lavigne

L'ajustement sans les larmes

CAP SUR 2027



La capitalisation au secours de la
répartition : opportunité ou risque ?

OCTOBRE 2026



INSTITUT
AVANT-GARDE

La capitalisation au secours de la répartition : opportunité ou risque ?

Le Code de la sécurité sociale dispose que « La Nation réaffirme solennellement le choix de la retraite par répartition au cœur du pacte social qui unit les générations » (art. L. 111-2-1, II). Ce choix n'exclut pas un financement par des revenus du capital : le même article précise que la pérennité du système « est assurée par des contributions réparties équitablement entre les générations et, au sein de chaque génération, entre les différents niveaux de revenus et entre les revenus tirés du travail et du capital ».

Répartition et capitalisation sont deux modes de financement des retraites. La répartition est nécessairement adossée à la puissance publique et obligatoire ; la capitalisation peut s'appuyer sur des institutions publiques ou des intermédiaires privés, et être obligatoire ou facultative. Dans la campagne présidentielle émergent plusieurs propositions d'instauration d'un étage en capitalisation. Cette note en analyse les enjeux.

Capitaliser, c'est introduire une dimension temporelle dans le financement des retraites

Dans un système par répartition, les cotisations des actifs financent les pensions des retraités de la même année, complétées dans la plupart des pays par des prélèvements fiscaux ; les cotisants acquièrent un droit à pension financé par les générations ultérieures et garanti par la Nation. Dans un système par

capitalisation, les cotisations sont placées en actifs financiers ou immobiliers dont les rendements se cumulent jusqu'à la retraite. Au passage à la retraite, le capital accumulé est alors versé en pension viagère, en versements programmés ou en un versement unique, selon les modalités propres à chaque régime.

La capitalisation, un complément souhaitable de la répartition ?

Historiquement, les régimes professionnels en capitalisation se sont développés avec l'industrialisation. L'objectif des employeurs était de fidéliser une main d'œuvre par la promesse d'un salaire direct, mais également d'un salaire conditionnel (versement d'une pension d'invalidité en cas d'accident) ou différé (versement d'une pension de retraite lorsque la vieillesse rendait le travailleur inapte au travail). En France, les dispositifs instaurés à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle n'ont pas résisté aux turbulences de l'entre-deux-guerres. À la Libération, la Nation a fait le choix d'un système public obligatoire en répartition pour l'ensemble des salariés, y compris pour les retraites complémentaires professionnelles. Ce choix est singulier : dans les autres pays, la retraite de base est en répartition, mais les retraites professionnelles sont en capitalisation. Dans le débat qui se rouvre aujourd'hui en France, la question posée est : jusqu'où, et comment, déplacer le curseur vers la capitalisation ?

Pour certains, la question ne se pose pas, par principe : la répartition doit rester l'unique mode de financement. Développer la capitalisation reviendrait à renforcer le pouvoir actionnarial au détriment du travail, à affaiblir la protection sociale solidaire et à accentuer les inégalités à

la retraite, les épargnants les plus fortunés obtenant les rendements les plus élevés.

Au-delà de ce principe, qui a sa légitimité, quels arguments plaident pour une dose de capitalisation ? La capitalisation est-elle plus efficace que la répartition, en rendement et en risque, pour procurer un revenu de remplacement à la retraite ?

Comment comparer les rendements de la répartition et de la capitalisation ?

Comparer le rendement des deux systèmes revient à demander : pour chaque euro cotisé pendant la vie active, combien obtiendra-t-on en pension à la retraite ?

Évaluer le rendement de la capitalisation est simple en théorie, délicat en pratique. Pour un cotisant, ce rendement est celui obtenu sur les placements effectués tout au long de la carrière : les cotisations de début de carrière sont capitalisées longtemps, celles de fin de carrière brièvement, et le résultat dépend de la durée de survie à la retraite. Formellement, le taux de rendement interne (TRI) est le taux qui égalise la somme actualisée des cotisations et des pensions. Calculer un TRI nécessite donc des hypothèses sur la temporalité des flux de cotisations et de prestations. En pratique, on présente souvent le rendement de la capitalisation comme le rendement moyen observé sur des placements financiers : on calcule le rendement moyen, par exemple sur 40 ans, d'un indice boursier, par exemple le CAC 40 et on affirme « Si on avait introduit la capitalisation en 1982, les retraités toucheraient 300 euros de plus que la pension offerte par l'actuel système en ayant cotisé deux fois moins ». L'expérience de pensée est fallacieuse : aucun fonds de pension, *a fortiori* aucun épargnant, ne place la totalité de ses actifs en actions, tant pour

diversifier le risque que parce que la phase de décumulation exige des actifs suffisamment liquides et dont la valeur de revente n'est pas (trop) volatile.

Évaluer le « rendement » de la répartition est plus discutable, puisque la répartition n'est pas une opération financière intertemporelle : on ne cotise pas pour soi. Un TRI individuel y a donc peu de sens, sauf à comparer les TRI selon les régimes ou les générations ([COR, 2022](#)). On peut en revanche raisonner sur le rendement collectif du régime. Celui-ci dépend du nombre de travailleurs employés et de leur productivité : un taux d'emploi plus élevé élargit l'assiette de cotisants, des gains de productivité relèvent les rémunérations et donc l'assiette des cotisations. Schématiquement, la croissance démographique et le progrès technique jouent le même rôle dans le rendement implicite de la répartition. Pour x euros cotisés en répartition quand ils sont actifs, les salariés « récupèrent » lorsqu'ils partent à la retraite les x euros revalorisés de la somme du taux de croissance de la population (supposée employée pendant toute sa vie active) et du taux de croissance de la productivité.

En longue période, la capitalisation est plus rentable que la répartition

La capitalisation est donc plus rentable que la répartition si le rendement du capital excède le taux de croissance cumulé de la population et de la productivité, qu'on peut assimiler au taux de croissance économique, en première approximation. Qu'en est-il dans les faits ? Même si la crise financière de 2007 a ébranlé quelques certitudes, les études de longue période concluent que le rendement réel des placements financiers dépasse la croissance économique dans les principaux

pays industrialisés. Dans une vaste fresque historique, [Jordà et al. \[2017\]](#) évaluent l'écart entre rendement de la richesse et croissance à 2,68 % en moyenne pour seize pays sur 1950-2015 ; sur très longue période (1870-2015), le rendement réel de la richesse excède la croissance dans tous les pays, sauf pendant les périodes de guerre.

Cette étude confirme un résultat ancien : le rendement réel des actions excède en moyenne celui des actifs sans risque. La prime de risque avoisinait 4 % avant 1914, devint légèrement négative pendant la Grande Dépression, culmina à 14 % au début des années 1950, puis revint à son niveau séculaire d'environ 4 % depuis 2000. En France, entre 1980 et 2015, elle se situe un peu en dessous de la moyenne mondiale, à 2,14 % selon Jordà et al.

Une capitalisation plus rentable, mais à quel(s) risque(s) ?

Pour un individu, ce n'est pas le rendement moyen du système en longue période qui compte, mais la rente viagère qu'il percevra chaque mois à la retraite ; c'est là qu'intervient le risque financier. Le cours d'une action varie jour après jour ; cette volatilité, mesurée par la variance ou l'écart-type, tend à se réduire à mesure que s'allonge la durée de détention. Cela ne rend pas pour autant indolore une détention longue : ce qui importe n'est pas le rendement annuel moyen sur trente ans, mais le rendement total au terme. Et il est possible que le rendement annuel moyen sur 29 ans soit favorable, mais qu'il soit anéanti par un krach boursier l'année suivante.

La deuxième raison est que les rendements calculés à partir des cotes officielles sont bruts de frais. Or financer sa retraite par capitalisation suppose de recourir à un intermédiaire (fonds de

pension, gestionnaire d'actifs, banque, assureur) dont les services sont facturés ; le rendement pertinent est net de frais, et ces frais peuvent être élevés là où la concurrence entre intermédiaires est faible. L'ordre de grandeur n'est pas anodin : les grands fonds de pension collectifs supportent des frais d'investissement de quelques dizaines de points de base (de l'ordre de 0,3 à 0,6 % par an) quand les produits d'épargne individuels en prélèvent couramment 1 à 2 %, écart qui tient pour l'essentiel aux économies d'échelle et à la gestion interne ([Bauer et al., 2010](#)).

La troisième raison est que financer sa retraite, c'est se couvrir contre les risques de la vieillesse (incapacité de travailler à un âge élevé, durée incertaine de la retraite). Il serait paradoxal de couvrir ce risque en en prenant un autre, le risque financier.

Des risques financiers, mais aussi démographiques

La capitalisation est exposée aux fluctuations des marchés, notamment aux chutes brutales des cours. On objectera que les krachs sont rares ; mais si ce risque se réalise, c'est la survie à la retraite qui est en jeu pour qui a placé son épargne retraite en actions.

L'existence de risques financiers ne disqualifie pas pour autant la capitalisation : il existe des techniques de couverture. Ainsi les fonds à prestations définies garantissent une pension prédéterminée (un pourcentage du dernier salaire ou du salaire moyen) quel que soit le rendement des placements. Encore faut-il que l'employeur promoteur assume le risque financier et recapitalise le fonds en cas de pertes.

On lit parfois que la capitalisation serait, à la différence de la répartition, protégée

du risque démographique. C'est inexact, sauf à supposer les machines parfaitement substituables au travail.

Une baisse durable de la fécondité réduit, vingt ans plus tard, le nombre d'actifs : les travailleurs se raréfiant, les salaires montent, tandis que le capital, devenu relativement abondant, voit son rendement baisser ; la capitalisation devient moins rentable. De même, un allongement de l'espérance de vie oblige, en répartition comme en capitalisation, soit à prélever davantage sur la richesse produite, soit à réduire les pensions.

La capitalisation, moteur du patriotisme économique ?

Parmi les arguments avancés pour promouvoir les fonds de pension figurent la mobilisation d'une épargne longue et la reconquête du capital des entreprises françaises par des investisseurs institutionnels nationaux.

Mais la capitalisation n'induit pas mécaniquement une épargne nette : les actifs achètent des titres, les retraités vendent ceux accumulés durant leur vie active ; l'épargne nette n'est positive que si l'épargne des actifs excède la désépargne des retraités.

Reste l'argument du patriotisme économique. Les non-résidents détenaient 40,3 % de la capitalisation boursière du CAC 40 fin 2022, contre environ 17 % du capital des entreprises américaines détenus par des investisseurs étrangers en 2023. Mais instaurer des fonds de pension ne suffit pas à réorienter l'épargne vers les actions françaises : tout dépend de l'allocation stratégique décidée par les affiliés représentés dans les conseils d'administration (entre actions et obligations, nationales ou étrangères) donc de leur rapport au risque. Comme le souligne [Vincent Vicard](#), « Penser que le passage à la retraite par capitalisation favorisera la

réindustrialisation apparaît alors bien hasardeux ».

Conclusion : pour une capitalisation collective, prudente et transparente

L'épargne ne fait pas défaut aux ménages français : le taux d'épargne dépasse 17 % du revenu disponible brut, l'un des plus élevés de la zone euro. Mais cette épargne est massivement liquide, réglementée et peu risquée : le patrimoine des ménages est immobilier à plus de 60 %, et le plan d'épargne retraite, quoiqu'en forte croissance, ne pèse encore qu'une fraction marginale des cotisations retraite. Le problème n'est donc pas un volume d'épargne insuffisant, mais son allocation faiblement orientée vers le financement en fonds propres des entreprises.

C'est à cette aune qu'il faut apprécier l'opportunité d'un étage en capitalisation. Une capitalisation individuelle, sur le modèle des plans d'épargne retraite, laisserait chaque ménage seul face à des arbitrages techniques (horizon, allocation, décumulation) que l'illettrisme financier place hors de portée du plus grand nombre, et exposerait les pensions au risque de marché au moment précis du départ. Une capitalisation collective, dotée d'une gestion collective de l'allocation d'actifs, offre au contraire deux avantages décisifs : elle mutualise le risque de longévité et lisse les chocs de marché entre générations. Elle seule permet de conduire une politique d'investissement responsable (ISR/ESG) cohérente, un grand investisseur diversifié et de long terme internalisant les externalités qu'un épargnant isolé ignore.

Cette forme collective est aussi la plus acceptable. Les enquêtes d'opinion convergent : les Français adhèrent à une dose de capitalisation en complément de la répartition, non à un remplacement, mais ils

refusent massivement que la puissance publique oriente directement leur épargne. Un véhicule collectif à gouvernance légitimée, plutôt qu'un fléchage étatique ou une juxtaposition de comptes individuels, est la voie qui réconcilie ces exigences.

Restent trois questions ouvertes. La transition, d'abord : amorcer un étage en capitalisation suppose une période de double cotisation, la génération pivot finançant à la fois les pensions courantes et sa propre épargne. L'assiette, ensuite : le régime additionnel de la fonction publique (RAFP) offre un précédent transposable au privé, en

asseyant les cotisations sur des rémunérations aujourd'hui exonérées (participation, intéressement, compte épargne-temps, voire jours de RTT). Une alternative, enfin : réactiver le Fonds de réserve pour les retraites comme fonds d'amorçage collectif, sans passif, propriété de la collectivité.

En définitive, la capitalisation ne vient pas « au secours » de la répartition en la remplaçant ; elle peut la compléter à la marge, à la condition d'être collective dans sa gestion, prudente dans son allocation et transparente dans sa gouvernance.

L'AUTRICE



Anne Lavigne est professeure de sciences économiques à l'université d'Orléans et spécialiste de l'économie de l'assurance et des systèmes de retraite. Détachée au Conseil d'orientation des retraites de 2016 à 2022 en qualité de responsable des études, elle y a notamment suivi les systèmes de retraite étrangers et les questions d'épargne retraite. Elle a ensuite siégé au Comité de suivi des retraites de 2023 à 2024. Elle a publié en 2025 *Économie des retraites* aux éditions La Découverte.



L'Institut Avant-garde est un think tank non partisan qui développe des analyses et des propositions concrètes pour les décideurs, les universitaires, et toutes les générations de penseurs et de citoyens.

Quatre principes nous guident :

Édifier une vision systémique

Les débats portent souvent sur des réformes particulières ; il nous semble important de les décloisonner et de développer une vision d'ensemble cohérente, indispensable, entre autres, à la planification écologique. Notre principe est que le maintien à tout prix de l'organisation existante des institutions, et l'application systématique de logiques de marché ne sont pas des fins en soi. Les structures économiques doivent être pensées pour évoluer en fonction des enjeux, et répondre à des objectifs démocratiquement discutés.

Apporter une expertise académique forte

Une vision large ne doit omettre les détails ni se passer de technicité. Un décalage existe trop souvent entre l'évolution de la recherche, les doctrines économiques en vigueur et la fabrique des politiques publiques. Nous traduisons l'état de l'art académique en propositions de politiques publiques crédibles aux yeux des décideurs.

Tisser des liens entre les disciplines

Nous invoquons les dernières recherches en macroéconomie, mais nous ne voulons pas nous en tenir à une approche strictement économique. L'histoire économique, la science politique, la géopolitique, les sciences du climat, la sociologie, l'anthropologie, ou encore la philosophie enrichissent et élargissent notre vision.

S'appuyer sur un réseau de think tanks européens

Aujourd'hui, les think tanks se nichent essentiellement à l'échelle nationale ou bruxelloise ; le European Macro Policy Network, dont nous faisons partie, enrichit ce paysage d'un troisième niveau continental. Une idée anime cette initiative lancée par l'institut allemand DeZernat Zukunft : si les désaccords entre nos gouvernements sont nombreux, il existe un courant intellectuel uni en faveur du changement.

institutavantgarde.fr

45, rue de Sèvres, Paris VI^e