Réflexions sur la capitalisation pour le COR

Olivier Blanchard

18 Décembre 2025

Pourquoi cet intérêt pour un système par capitalisation?

Vieillissement démographique

- Rend **l'équilibre** du système par répartition **plus difficile**
- Nécessite l'**augmentation du taux de contribution** par rapport au taux de pension
- « **Taux de rendement individuel** », **g**, de plus en plus bas

Système attractif

Le passage, en partie, à un système par **capitalisation**, parait **attractif**

- Taux de **rendement** individuel (en actions), **r**, **plus élevé**
- A la fois **historiquement**, et **prospectivement**

Pourquoi cet intérêt pour un système par capitalisation?

Aurait-ce été, en 1945, une **bonne idée** ? Probablement

Est-ce une **bonne idée** de le mettre en place **aujourd'hui, au moins en partie ?**

1. **Problème de la transition. Double contribution**
2. **Est-il résolvable ? Potentiellement**
3. **Est-il désirable ? A comparer à d'autres pistes**

Période	- 2	- 1	0	+ 1	+ 2
Système par répartition (g=0)					
Jeunes	- x	- x	0	0	0
Vieux	x	x	x	0	0
Système par capitalisation (taux de rendement r)					
Jeunes	0	0	-x	-x	-x
Vieux	0	0	0	x(1+r)	x(1+r)
Impôts					
Jeunes	0	0	-x	0	0

- En période 0, les **jeunes payent x+x**, reçoivent **x(1+r)** en période 1
- **2x comparés à x(1+r) ?**

Résolvable? Oui.

?

- **$2x < x(1+r)$?**

- **r = 3%** par an
- Période: **30 ans**

Donc $(1.03)^{30} = 2.2 > 2.0$

Résolvable? Oui.

Donc **si r-g est suffisamment positif**, on **peut améliorer** le taux de rendement pour **toutes les générations**

- Particulièrement **attractif si g diminue**
- Si on finance **une partie de x** par les **contributions**, le reste par la **dette**, on peut étaler **l'effort dans le temps**
- **Par exemple**, émettre de la dette pour la **moitié de x**, et la rembourser par des impôts sur la **génération suivante** (in which case, if i=0, **1.5x < x(1+r)?**) etc
- **Mais:** Même si le **taux de rendement** est plus élevé, le **taux d'épargne** (2x dans l'exemple) requis **peut ne pas être acceptable**

Deux solutions pour réduire l'effort initial

1

- **Sans émission** de dette
- **Capitalisation partielle**
- **Réduire** les cotisations et les pensions de **0.2x plutôt que x**
- Donc une contribution de **1.2 plutôt que 1.0**. Le système par **répartition reste à 80%** de ce qu'il était

2

- Choisir une **proportion plus élevée** de capitalisation, par exemple 0.5x, **financée par la dette** pour 0.4x, et par des **contributions supplémentaires** pour 0.1x
- Système par **répartition a 50%** de ce qu'il était
- **Dette remboursée** au cours du temps

Désirable ? (1/2)

?

Est-on sûr de **r > g sur le long terme?**

- **Frais de gestion:** Fonds commun plutôt que comptes individuels
- Si investi en France, **r peut diminuer**
- r est risqué. Et le **r ajusté pour le risque** est **plus bas**, proche de g
- L'Etat est **différent** des investisseurs privés. Pas de problème de **liquidité**. **Horizon infini**. Appel temporaire à la dette

Donc **probablement gagnant**

Désirable ? (2/2)

?

Mais qu'aura-t-on gagné ?

Une épargne plus élevée

- Une **augmentation du capital** et donc de la production
- A-t-on **besoin de plus** d'épargne en France ? Pas évident
- **Diriger mieux l'épargne** est surement désirable. Mais **danger de se servir** du fonds pour cela

Propriétés stochastiques différentes

Un système avec des **propriétés** stochastiques **différentes**

- Meilleure **protection** contre certains risques (**démographiques**, mais y-a-t-il beaucoup d'incertitudes dessus ?)
- Moins bonnes contre les **fluctuations** boursières

Les **réformes** du système par **répartition** sont **peut-être plus importantes** et plus urgentes