

Financer les retraites par capitalisation : pourquoi pas, mais avec quel capital ?

Anne Lavigne, Université d'Orléans
Groupe de travail du COR, 11 décembre 2025

Le débat répartition vs. capitalisation

- Porte sur le mode de financement des régimes de retraite
- Ne porte pas sur les modes de calcul des droits
 - Du point de vue des assurés, les régimes en annuités (rétributifs, en répartition) sont proches des fonds de pension à prestations définies (en capitalisation)
 - Un régime en points tel que celui de l'Agirc-Arrco (contributif, en répartition) calcule des droits de manière proche de ceux calculés par un fonds de pension à cotisations définies

Quel est le contexte actuel du débat sur la capitalisation ?

- « Le conclave » s'est saisi de la question
- Le CSR l'a évoquée dans son dernier avis
- Contexte budgétaire et économique
 - Arbitrages budgétaires (PLF et PLFSS)
 - Faible croissance, contexte géopolitique, rapport Draghi
 - Incertitude et aversion au risque : épargne abondante, mais liquide
 - Capitalisation : financement du système de retraite et levier de croissance à long terme

Que signifie capitaliser pour financer les retraites ?

- Cotisations investies dans des supports de placement
 - Au sens strict : titres représentatifs d'un droit de propriété sur du capital (actions)
 - Au sens large : tous supports de placement (financiers ou immobiliers)
- Accumulation sur la durée
- Génération d'un « rendement » (*return*)
- Sortie en rente ou capital selon les dispositifs
- Dispositifs
 - Dédiés vs. souverains (lissage, performance)
 - Collectifs vs. individuels
 - Obligatoires/quasi-obligatoires vs. facultatifs (incitations fiscales et *nudges*)

La capitalisation, substitut ou complément à la répartition ?

- Voir la présentation de Stéphanie Payet ([séance plénière du 12 novembre 2025](#))
- Historique
 - XIXe : outil de fidélisation de la main d'œuvre
 - Caisses à prestations définies
- La singularité française : le pilier des retraites professionnelles est financé en répartition (tout en étant à cotisations définies)

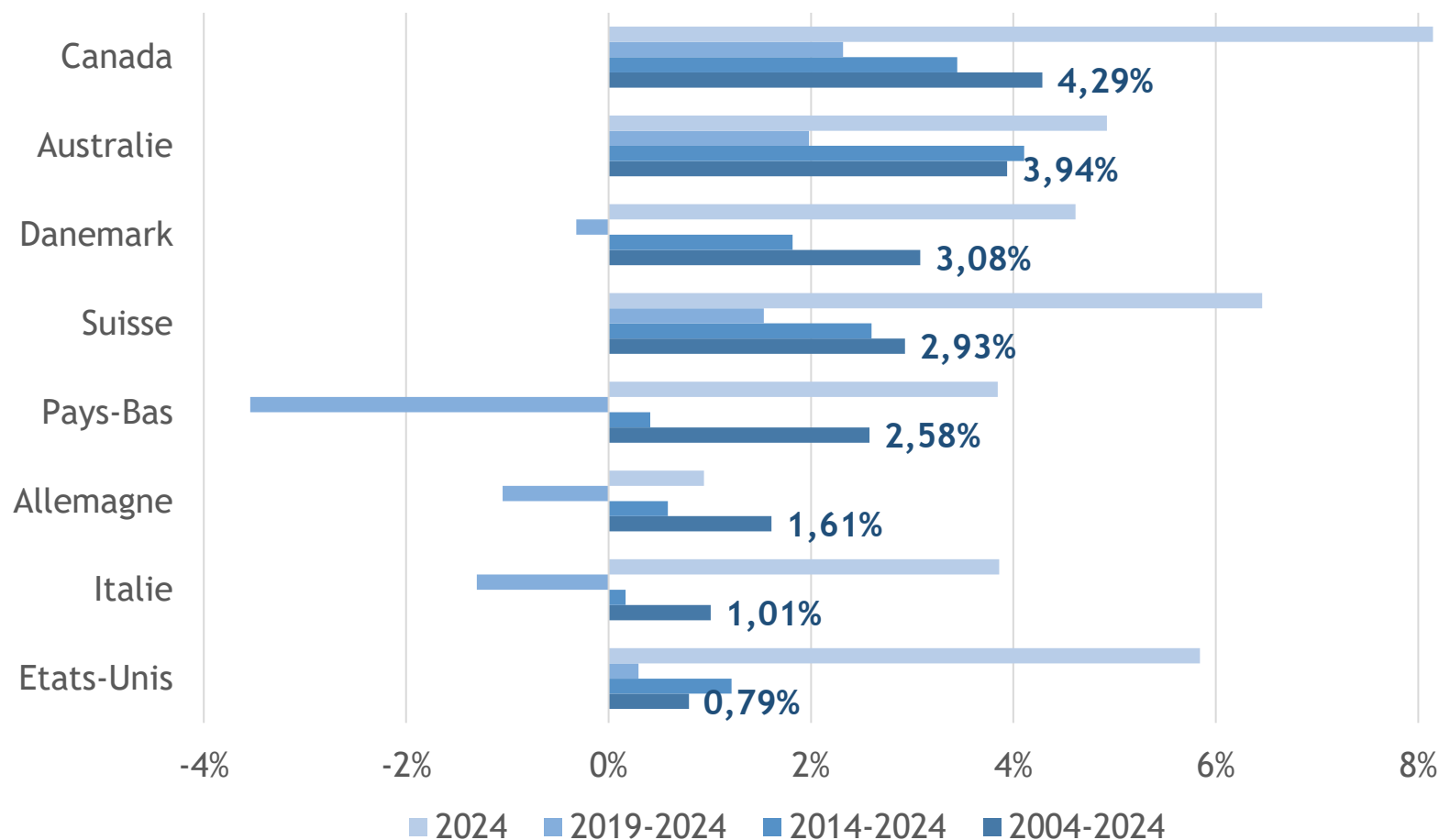
Comment comparer rendement de répartition et capitalisation ?

- Indicateurs
 - TRI en répartition (collectif)
 - TRI en capitalisation ; taux de rendement des actifs (indice boursier des actions cotées ? indice synthétique pondéré ?)
- Déterminants
 - Productivité du travail (γ), croissance de la population (n), croissance économique ($g = \gamma + n$)
 - Productivité du capital (r), innovation
 - Les choses se compliquent en théorie :
 - Dans une économie sans friction : $g = r$ (règle d'or) ; si capital abondant $r < g$, si capital rare $r > g$
 - Dans une économie incertaine, voir l'argument de la résistance aux chocs
 - Que disent les études empiriques ?

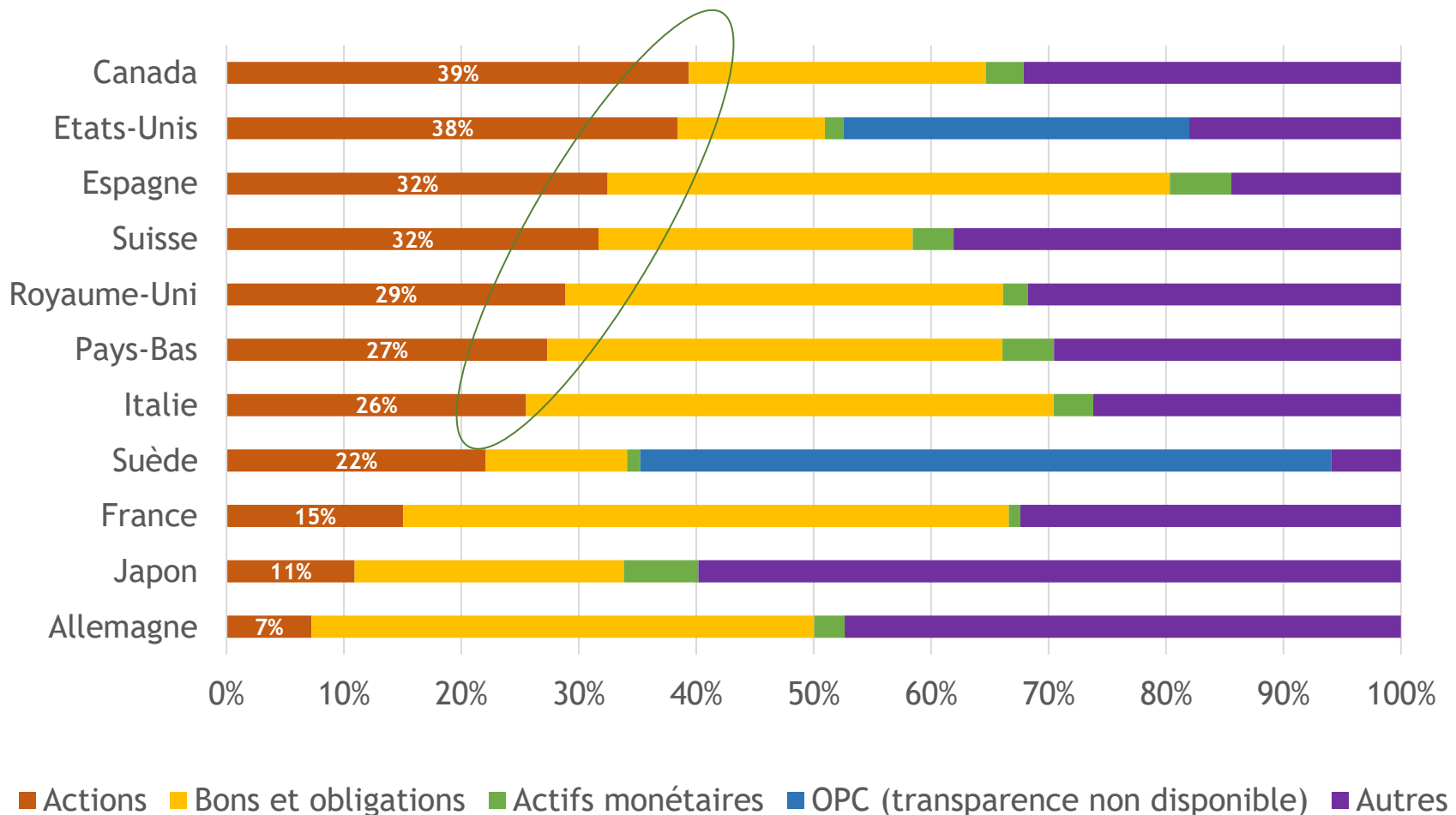
La capitalisation est-elle plus rentable en longue période ?

- Mesurer les rendements en pratique (biais du survivant)
- Rendements financiers historiquement supérieurs à la croissance
 - Jordá *et al.* [2016] : $r - g = 2,68 \%$ en moyenne pour un ensemble de seize pays sur la période 1950-2015
- Prime de risque
 - En moyenne, le rendement réel des actions est supérieur au rendement réel des actifs sans risque (obligations et actifs monétaires) ; mais...
 - Prime de risque (1870-2015)
 - environ 4 % avant la Première Guerre mondiale,
 - légèrement négative lors de la Grande Dépression,
 - s'envole jusqu'à 14 % au début des années 1950
 - revient à son niveau séculaire **autour de 4 %** depuis 2000

Rendement réel annuel moyen des fonds de pension, sélection de pays, selon la période de calcul, en %



Allocation d'actifs, fonds d'épargne retraite, sélection de pays, 2024, %



Quels risques comporte la capitalisation ?

- Volatilité des actifs (indicateurs, retour vers la moyenne)
- Capitalisation individuelle vs. collective
 - Impact d'un krach
 - La mutualisation des risques financiers dans la capitalisation individuelle n'existe pas
 - Elle est possible dans la capitalisation collective, avec des dispositifs appropriés (fonds *DB* ; *Rafp* ; réforme des Pays-Bas)
 - Exemple récent : [Largest US Pension Fund CalPERS Faces Heavy Losses As Strategy Investment Drops To \\$80M - Pension Policy International](#)
 - Couverture imparfaite du risque de longévité (sortie en capital ; tarification de la pension viagère)
- Frais de gestion

La capitalisation est-elle à l'abri des risques démographiques et politiques ?

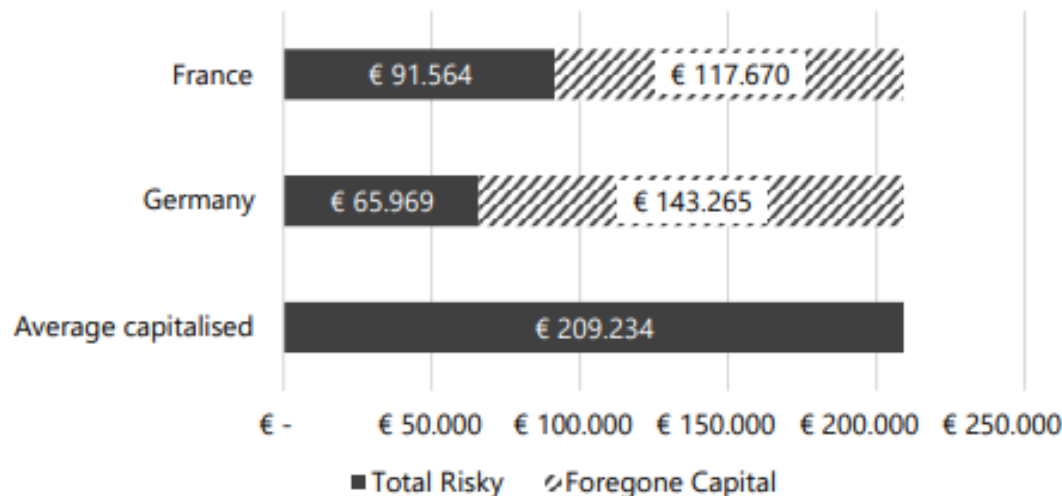
- Répartition et sensibilité au chocs
 - Démographiques : allongement de l'espérance de vie, baisse de fécondité
 - Économiques : baisse de la productivité du travail, inflation
 - Politiques : rupture du contrat entre les générations
- Rendements du capital sensibles à la démographie
 - Longévité accrue ; nécessité d'effort d'épargne
 - Dépendance aux équilibres macroéconomiques (économie ouverte)
 - Risque politique ? (expropriation)

La capitalisation favorise-t-elle le patriotisme économique ?

- Limites en épargne nette
 - Épargne des actifs > désépargne des retraités ?
- Importance des allocations d'actifs
 - Épargne longue et aversion au risque (biais de familiarité, *nudges* ; gouvernance)
 - Contrôle étranger du capital français vs. contrôle français du capital étranger
- (ESG et ISR)

Que penser des expériences de pensée ?

- Et si on avait choisi la capitalisation à la Libération ?
 - Équilibre sur le marché des titres et taux de rendement
 - Montée en charge et régime permanent : un régime de retraite, c'est un actif ET un passif
- Et si on choisissait la capitalisation



La part moyenne d'actifs risqués dans les régimes capitalisés est 3,2 fois plus élevée qu'en Allemagne et 2,3 fois plus élevée qu'en France

Les barres comparent le capital-risque accumulé (en euros) par travailleur et l'écart estimé en capital-risque perdu pour la France et l'Allemagne au capital-risque moyen des six systèmes capitalisés de l'échantillon (Australie, Canada, Danemark, Finlande, Pays-Bas et Suède)

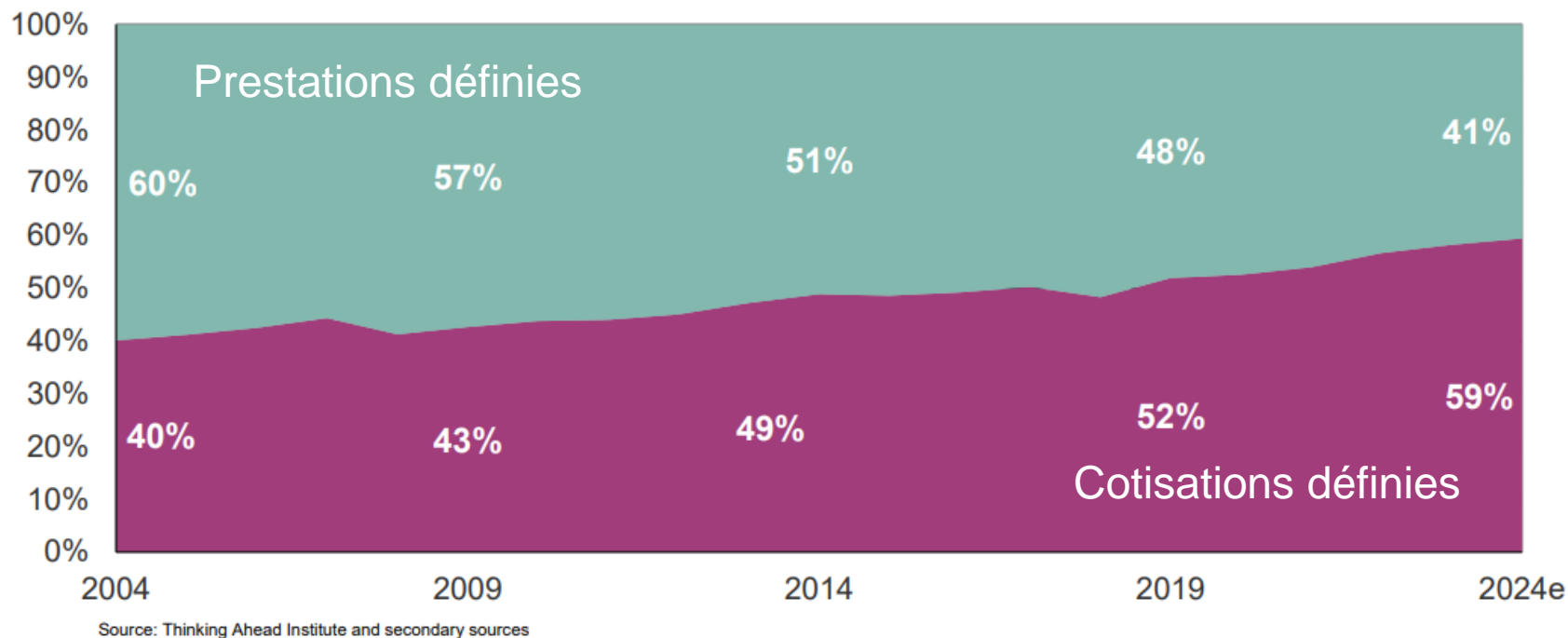
Source : [Europe's productive capital gap, \(Augustin et al., 2025\)](#)

Quelles conclusions tirer du débat répartition / capitalisation ?

- La capitalisation n'est pas la réponse à court terme, mais une réponse possible à long terme : **la question de la transition ne peut être résolue sans un fonds d'amorçage, quelle que soit son origine** (réserves existantes, hausse de cotisations, baisse de pensions, endettement)
- Financer la retraite, c'est couvrir un risque de longévité ; le faire en capitalisation, c'est courir un risque financier, en partie mutualisable

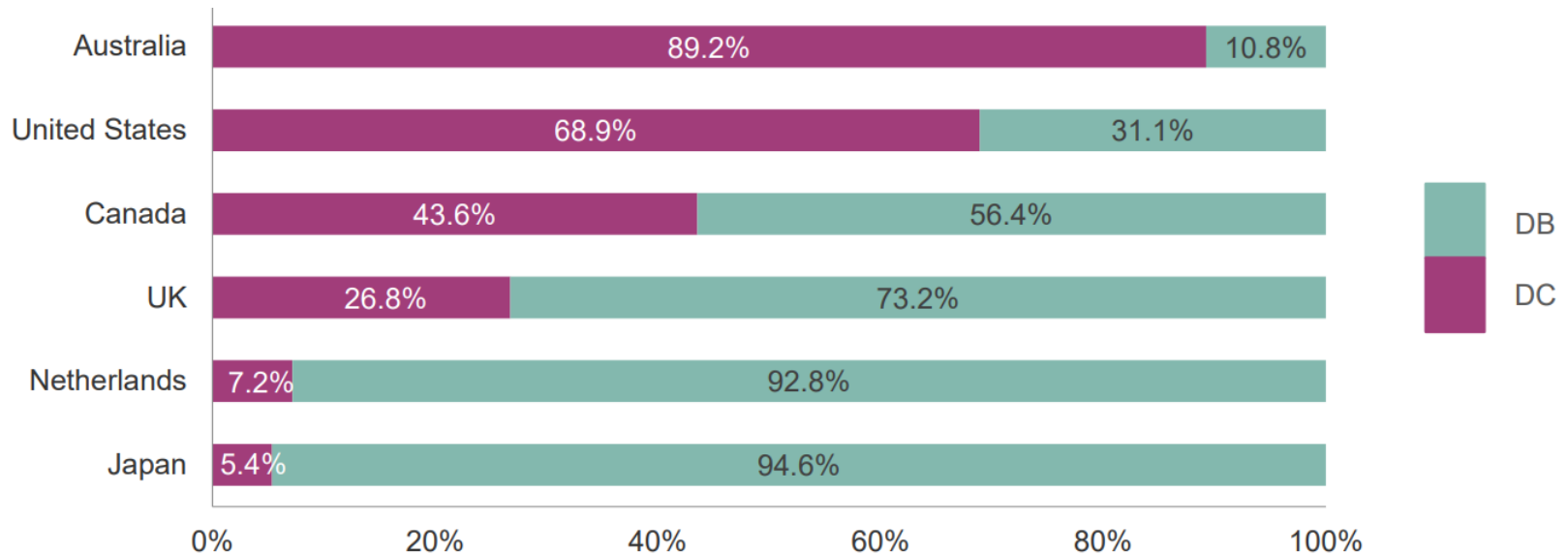
Merci de votre attention

Évolution de la part des fonds à prestations définies et à cotisations définies dans 7 principaux pays, de 2004 à 2024



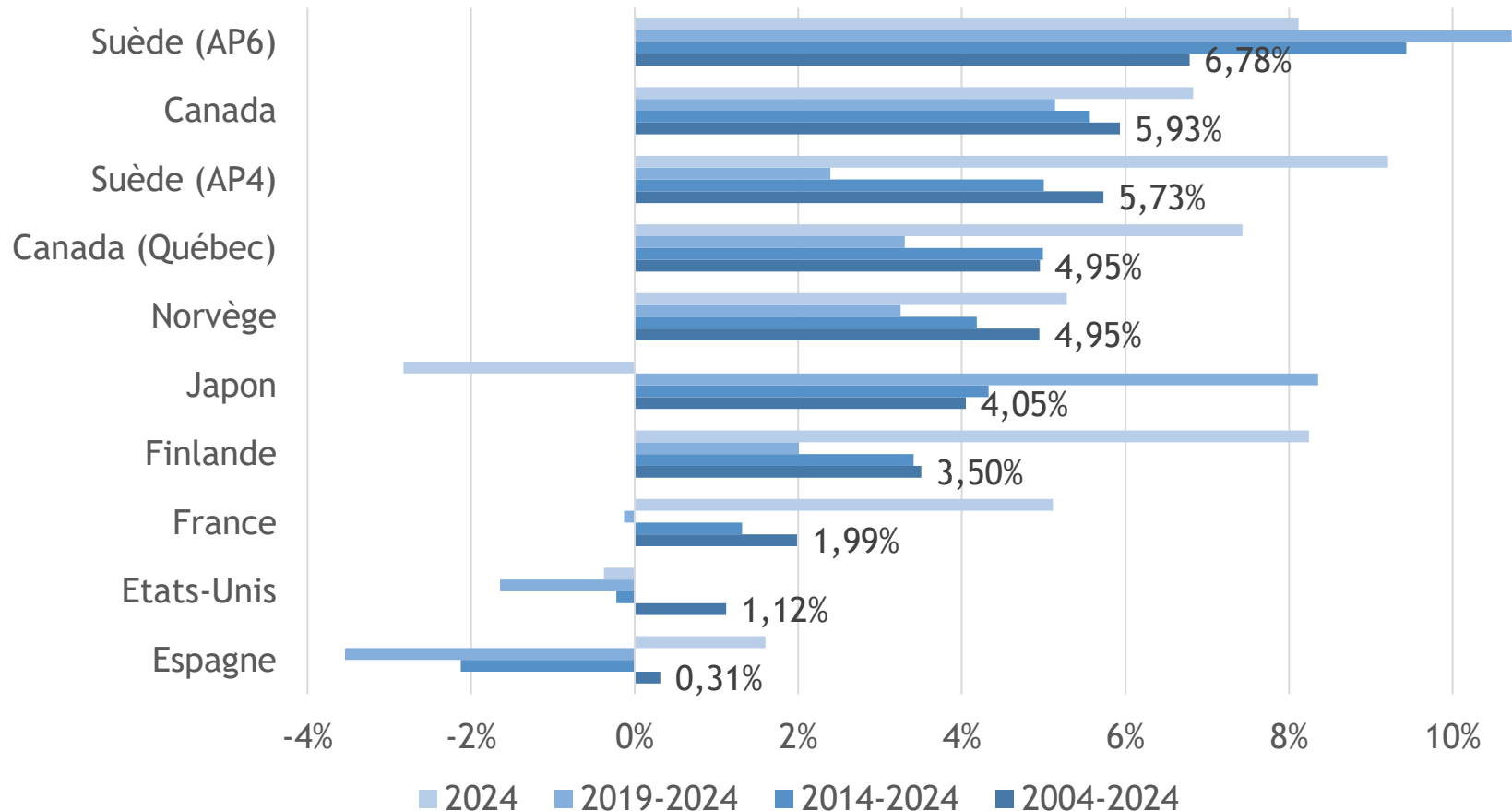
P7 : Australie, Canada, Japon, Pays-Bas, Suisse, Royaume-Uni, États-Unis

Part des fonds à prestations définies (DB) et à cotisations définies (DC) en 2024

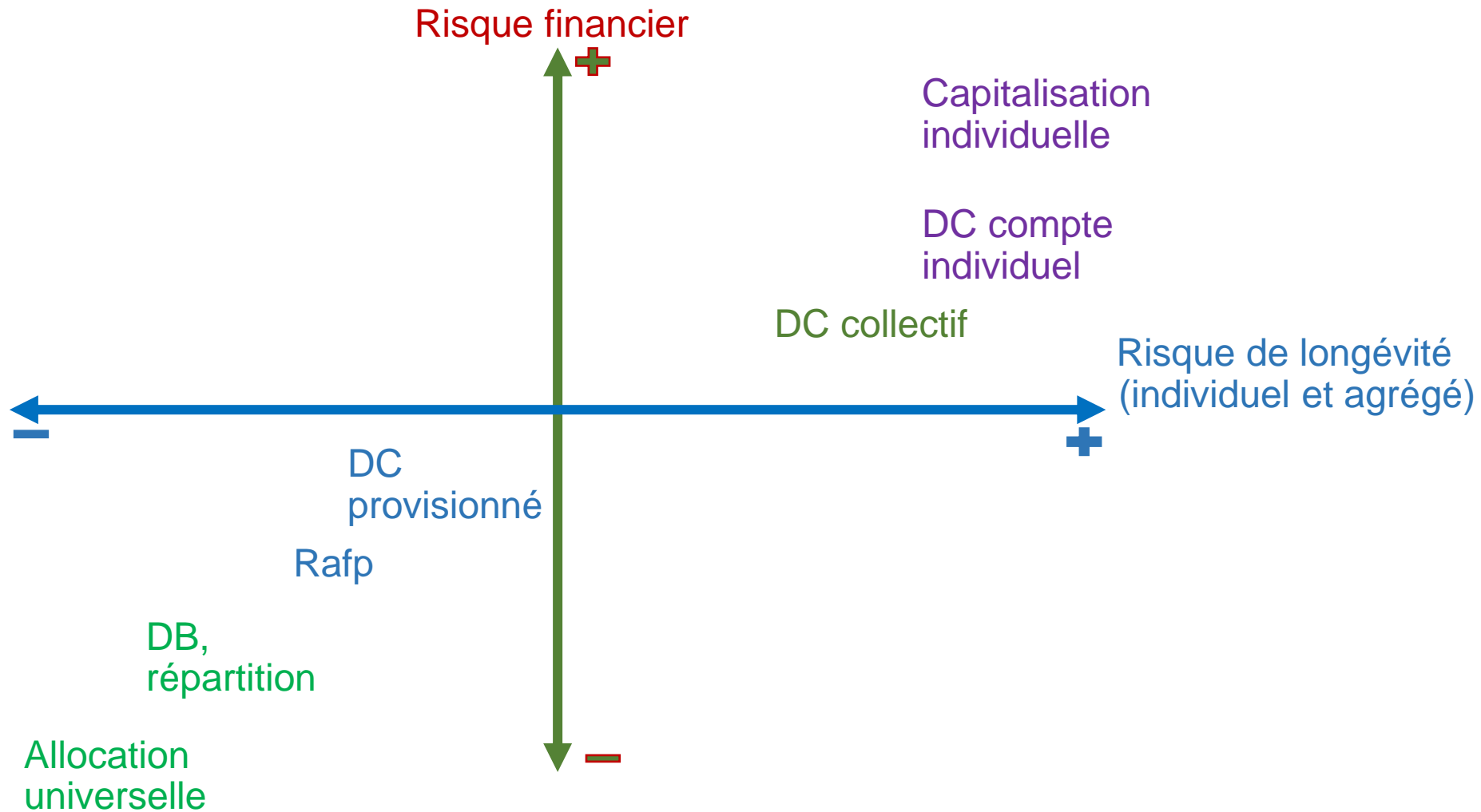


Source: Thinking Ahead Institute and secondary sources

Rendement réel annuel moyen des fonds de réserve de retraite, sélection de pays, selon la période de calcul, en %

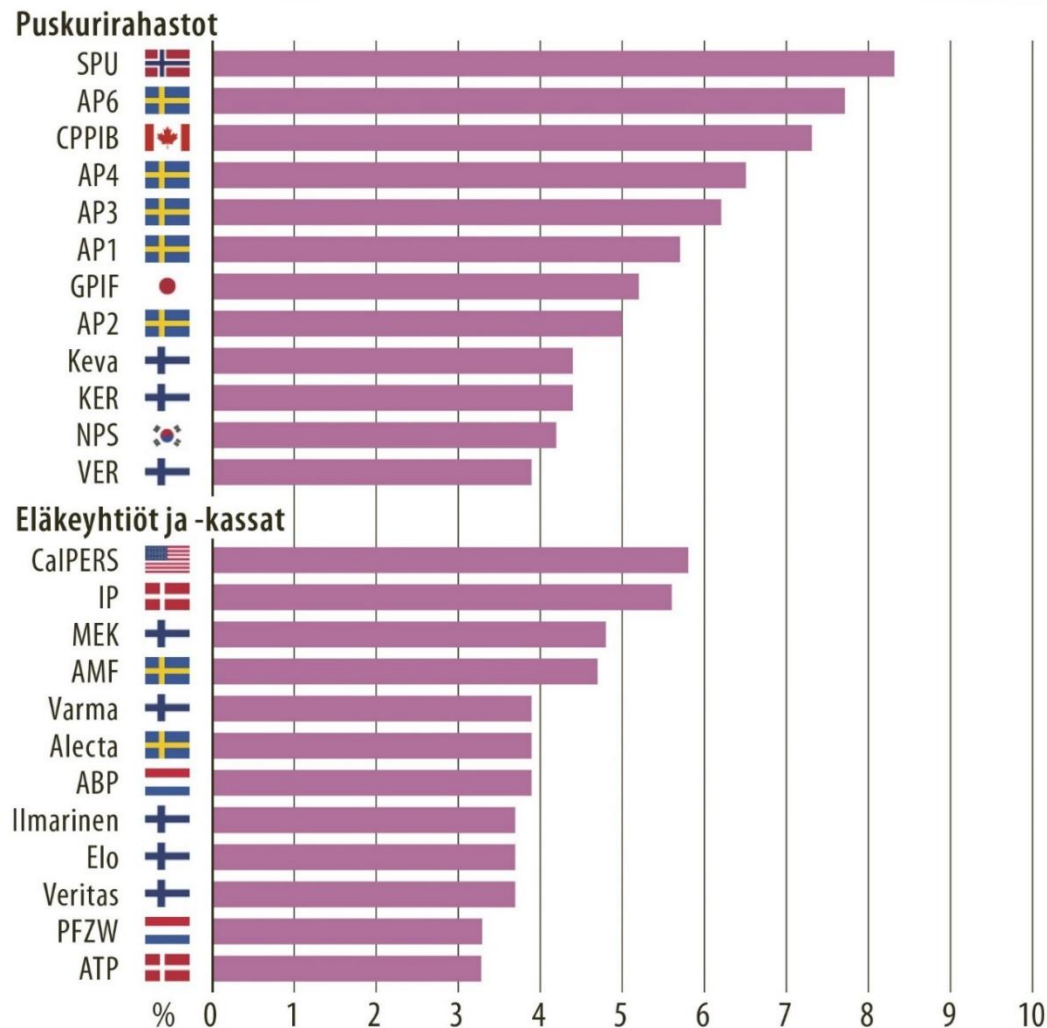


Typologie des régimes selon les dimensions de risque



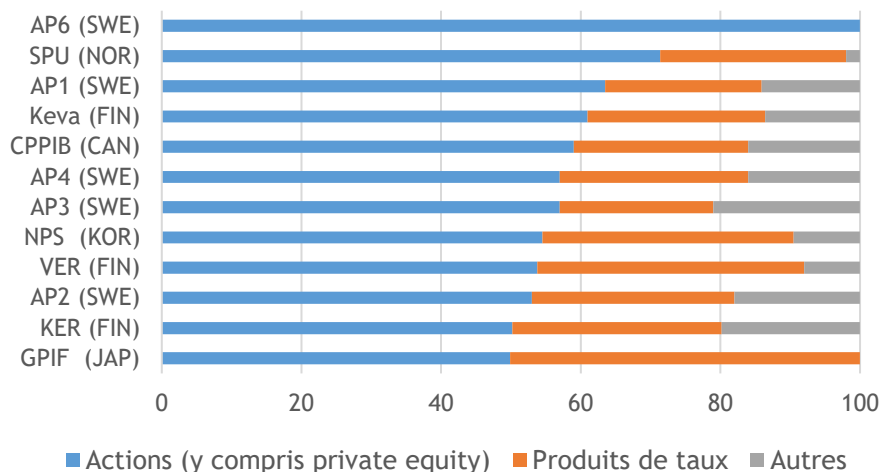
Rendement réel moyen des fonds de pension, sélection de fonds, 2010-2024, en %

Source :
[Comparaison internationale des fonds de pension : les Finlandais se hissent aux premières places - Finnish Centre for Pensions](#)

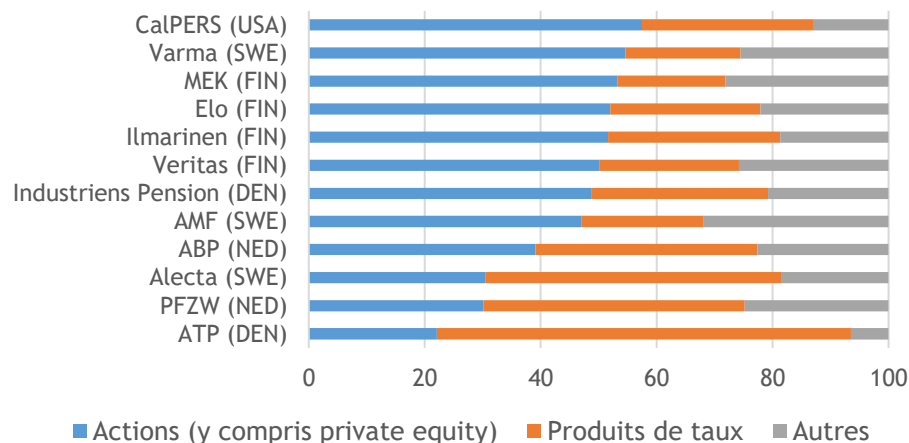


Allocation d'actifs, sélection de fonds, 2024, %

Fonds souverains



Fonds de pension



Source : Centre finlandais des pensions