

Répartition et capitalisation : deux techniques tout sauf neutres pour le financement des pensions

Quentin Detienne, professeur de droit de la sécurité sociale à l'Université de Liège

Texte publié dans la revue *Politique*, été 2024

Les pensions de retraite ont toujours suscité une crainte : qu'elles deviennent impayables. Dès la mise en place des premiers systèmes obligatoires, il y a un siècle d'ici, certains ont dénoncé la pente fatale de la banqueroute collective dans laquelle la charge des pensionnés devait forcément nous entraîner – nous n'y sommes toujours pas. Vaste sujet néanmoins, et vaste débat. Sans aucunement prétendre ici résoudre ni même simplement désamorcer la question de la « soutenabilité » de notre système, laquelle sera certainement une nouvelle fois au centre des prochaines négociations gouvernementales, ma seule ambition est de rappeler comment on finance des pensions en général, d'exposer les arguments habituellement avancés en faveur de l'une ou l'autre technique et de pointer quelques enjeux liés à ces choix.

Il existe deux manières principales de financer des pensions : la capitalisation et la répartition. La première consiste en l'accumulation progressive d'un capital financier par le versement régulier de cotisations au fil de la carrière du travailleur, ce capital permettant, plus tard, au moment de la retraite, de verser une rente au travailleur concerné. La répartition consiste au contraire à instaurer un flux continu entre les travailleurs et les pensionnés, les cotisations des actifs étant directement utilisées pour financer les pensions en cours de paiement.

Notre pays a d'abord choisi la capitalisation, en 1924-1925, lors de la création au bénéfice des salariés du premier système de pension de retraite obligatoire (régimes des mineurs et des marins de la marine marchande mis à part). Nous avons progressivement basculé vers la répartition après la seconde guerre mondiale jusqu'à en faire, depuis 1955-1957, le mode (quasi) exclusif de financement des pensions légales.

Les plaidoyers en faveur de l'un ou l'autre mode de financement s'appuient généralement sur l'analyse des risques auxquels sont respectivement exposées ces deux techniques. La capitalisation a le premier désavantage d'être vulnérable à l'inflation. Pour contrer l'érosion de la valeur réelle de l'argent, il faut que les investissements réalisés grâce aux cotisations produisent un rendement moyen au moins égal à l'augmentation des prix sur la même durée. La capitalisation est également sous la menace d'un deuxième danger, celui des crises financières qui provoquent la fonte brutale des avoirs destinés au financement des retraites (l'éclatement de la bulle internet en 2001 puis la crise des *subprimes* en 2008, par exemple, ont fait perdre respectivement 20 et 28% de valeur aux actifs des fonds de pension américains).

Puisqu'elle repose sur une circulation continue de l'argent actuellement disponible, la répartition échappe à ces risques, mais expose à d'autres. Le premier est évidemment le risque démographique. Puisque les pensions des retraités sont directement financées par les cotisations des actifs, le vieillissement de la population implique qu'un nombre plus restreint de travailleurs doit financer un groupe plus grand de pensionnés. La donne démographique n'exprime

cependant pas toute la réalité du problème, ce qu'on omet souvent de dire. L'évolution du *ratio* pensionnés/travailleurs ne nous apprend pas grand-chose sur les conditions d'équilibre du système si on ne tient compte en même temps de l'évolution de la rémunération brute des travailleurs et donc du montant des cotisations que chacun est en mesure d'apporter au pot commun¹. Celle-ci dépend à son tour de variables telles que les gains de productivité ou, plus fondamentalement, l'évolution des parts respectives du travail et du capital dans la plus-value générée par l'économie nationale. Ou, pour le dire plus simplement, ce que l'on décide d'attribuer aux travailleurs, qu'ils soient actifs ou retraités².

Le deuxième risque principal qui pèse sur la répartition est celui d'une évolution défavorable de l'économie. Puisque c'est la richesse produite à l'instant T qui permet de financer les pensions en cours de paiement au même instant T, si une crise économique d'origine quelconque provoque une baisse de cette richesse, le financement du système est mis sous pression.

A la capitalisation s'attachent donc les risques de l'inflation et de la crise financière, à la répartition ceux du vieillissement de la population et de la crise de l'économie « réelle ». Cette image n'est toutefois pas parfaitement précise. C'est que, la finance conservant tout de même quelques liens avec la réalité, la capitalisation elle aussi est exposée en bout de course au vieillissement et à la crise économique. D'une part, que les pensions soient financées en répartition ou en capitalisation, les moyens financiers ne viennent jamais du néant, ce ne sont que les circuits qu'ils empruntent pour arriver aux pensionnés qui varient. Le vieillissement de la population a et aura donc de toute façon des effets sur l'économie en raison de l'augmentation des moyens financiers affectés aux pensions, que ceux-ci soient dirigés vers la rémunération du capital détenu par les fonds de pension ou directement versés au pot commun destiné aux travailleurs. D'autre part, en cas de crise économique, la valeur des titres financiers détenus par un fonds de pension est bien à un moment ou un autre affectée de la perte de valeur des avoirs réels sur lesquels elle est censée s'appuyer.

Si elle y est également exposée, il faut toutefois reconnaître que la capitalisation bénéficie d'un avantage sur la répartition à l'égard de ces deux risques. Au contraire de cette dernière, qui fonctionne nécessairement au sein d'une économie et d'une population données, elle peut les diluer en investissant les fonds accumulés dans des territoires et des économies plus variés,

¹ Prenons un exemple simplifié à l'extrême et sans commune mesure avec les chiffres réels. A l'instant T, le ratio démographique est de 10 retraités pour 50 travailleurs. Les retraités perçoivent une pension de 1 000 euros par mois (soit une dépense mensuelle totale du système de 10 000 euros) tandis que les travailleurs bénéficient d'une rémunération brute de 2 000 euros par mois, sur laquelle est prélevée une cotisation de 10% (la rémunération nette de cotisations est donc de 1 800 euros, tandis que les recettes mensuelles du système sont de 10 000 euros, ce qui le met à l'équilibre). A l'instant T+1, le groupe des retraités évolue pour passer à 15 retraités, tandis que le nombre de travailleurs reste stable. En supposant que l'on souhaite maintenir le montant des pensions à 1 000 euros et celui des rémunérations nettes à 1 800 euros, les finances du système restent en équilibre malgré l'évolution défavorable du *ratio* démographique si la rémunération brute totale des travailleurs augmente de 5 000 euros, c'est-à-dire de 100 euros par mois pour chaque travailleur. Cette augmentation de rémunération peut notamment s'appuyer sur une productivité accrue ou sur une autre répartition de la plus-value entre capital et travail.

² Des chercheurs ont calculé que sur le long terme, entre 1870 et 2015, le rendement annuel du patrimoine (biens immobiliers et titres financiers principalement) en Belgique était de 6,38%, alors que la croissance économique (PIB) était de 2,32%. Ce qui signifie concrètement qu'une plus grande part des richesses produites revient aux détenteurs d'un capital plutôt qu'aux travailleurs. Voir Ô. JORDÀ et al., « The Rate of Return on Everything, 1870–2015 », *The Quarterly Journal of Economics*, 2019, vol. 134, n° 3, pp. 1225-1298.

évitant ainsi que tous ses œufs soient perdus par le vieillissement ou la chute d'un seul panier. Ajoutons cependant qu'encourager les fonds de pension à investir à l'étranger peut générer d'autres questions délicates, d'ordre géopolitique, si les acteurs étrangers (étatiques ou privés) entreprennent des réformes ou font face à des circonstances défavorables aux intérêts de ces créanciers ou, dans le sens inverse, si le poids de la rémunération du capital servant au financement de pensions étrangères devient trop lourd à porter pour l'économie locale.

C'est dans la discussion sur ces différents risques ici brossés à grands traits et que l'on pourrait affiner et développer sur des dizaines de pages, que s'anime généralement dans les milieux experts le débat pour ou contre la capitalisation, pour ou contre la répartition. Comme souvent, on soutient généralement que la position raisonnable est celle du juste milieu – sans toujours réfléchir sur le cadre qui situe ce milieu : il conviendrait de varier les risques comme on varie les plaisirs et de choisir un système combinant répartition et capitalisation. De là, le pas est habituellement franchi vers la promotion d'un système à plusieurs piliers : un premier pilier financé en répartition et assurant une pension légale de base et un second, financé en capitalisation, offrant des compléments de pension (les fameuses « pensions complémentaires » proposées par les employeurs ou les partenaires sociaux au niveau des secteurs d'activité) qui permettent d'atteindre, avec l'aide éventuelle d'un troisième et dernier pilier d'épargne-pension, une pension globale pas trop éloignée des revenus de la carrière passée.

Sans rien enlever à l'intérêt et l'importance de ces débats – avec le net bémol qu'ils font souvent l'impasse sur le facteur pourtant déterminant de l'évolution de la répartition du profit entre le capital et le travail pour jauger l'effet déstabilisant, indéniable par ailleurs, des évolutions démographiques sur les finances du système – il me semble qu'ils n'épuisent pas la complexité du thème. C'est qu'à côté des risques auxquels elles exposent, les deux techniques de financement des pensions ont des implications radicalement différentes sur deux autres plans au moins, qui me semblent eux aussi tout à fait primordiaux.

Le choix pour l'une ou l'autre de ces techniques a tout d'abord des conséquences potentiellement considérables sur la structure de l'économie. Le financement par capitalisation conduit à la constitution de mannes financières énormes, qui doivent être valorisées sur les marchés financiers. Les institutions qui sont chargées de gérer cet argent en attendant que vienne la retraite acquièrent de ce fait un poids et donc un pouvoir déterminants dans la vie économique. Pour prendre deux exemples, selon l'OCDE, les actifs cumulés des fonds de pension britanniques représentaient, en 2021, l'équivalent de 120,5 % du PIB du Royaume-Uni et ceux des fonds de pension néerlandais, près de 215% du PIB des Pays-Bas. Lorsqu'elles sont financées en capitalisation, les pensions contribuent indéniablement à renforcer la structure capitaliste de l'économie, ce qui est particulièrement visible dans les Etats qui ont fait le choix d'un recours marqué à cette technique. Certains parlent même pour ceux-ci de « *pension fund capitalism* ».

En répartition, l'argent des cotisations est directement transféré aux pensionnés. Il ne quitte pas le pôle du travail. En un certain sens, il le consolide en faisant apparaître une solidarité intergénérationnelle entre les travailleurs d'hier, ceux d'aujourd'hui et ceux de demain. En effet, la répartition repose sur une promesse : celle que, demain, la génération suivante cotisera pour vous comme vous cotisez pour celle qui vous a précédé. Si cette promesse n'est pas

crédible, digne de foi, le système s'effondre. C'est pourquoi l'intervention de l'Etat, institution censée survivre à toutes les générations passées, présentes et à venir, est indispensable à la répartition, en tant que garant de cette promesse.

La répartition repose donc sur des mécanismes fort éloignés de ceux du capitalisme – de capital à faire fructifier, il n'est ici nullement question – et démontre qu'une autre organisation des flux financiers, sans accumulation, est possible au sein de l'économie. On rétorquera qu'à la différence de l'investissement au moyen d'un capital, elle ne permet pas de financer des activités productives puisque l'argent ainsi mis en circulation tombe dans les poches d'inactifs. La question mériterait discussion. On se limitera à remarquer que c'est pourtant bien cette technique également qui permet chez nous de financer dans une large mesure un secteur d'activité absolument central qui, ailleurs, offre pourtant un terrain de jeu fort rentable à la valorisation capitaliste : celui des soins de santé.

A côté de leurs implications économiques, les deux techniques de financement renvoient par ailleurs à des *justifications* différentes du droit à la pension de retraite. En capitalisation, celui-ci repose sur une justification patrimoniale somme toute assez classique ; mon droit à la pension est le droit de récupérer les cotisations versées par ou pour moi sur un compte qui m'est dédié. Rien de bien nouveau sous le soleil, la logique de la propriété privée est fondamentalement préservée. En répartition, la justification est autre, difficilement identifiable à partir des catégories du droit civil ; mon droit à la pension consiste en une forme de créance sociale que fonde ma contribution antérieure au bon fonctionnement du système ou de la société en général. En cela, l'adoption de la répartition, il y a 70 ans à peine dans notre pays, constitue un moment charnière en tant qu'elle entraîne la rupture explicite et assumée de tout lien direct au niveau individuel entre l'argent versé et l'argent reçu pour justifier l'octroi d'une pension (autre que celle motivée par la charité).

Le débat sur le financement des pensions est vaste. On le voit, au-delà de son objet premier – comment assurer aujourd'hui et surtout demain le paiement des prestations promises ? – il partage de nombreuses ramifications avec d'autres questions, distinctes mais étroitement liées : quelle répartition du profit entre capital et travail ? quelle dépendance à la finance et aux phénomènes monétaires ? quel degré de dilution des risques via des investissements à l'étranger, avec les tensions géopolitiques que cela peut susciter ? quelle structuration de l'économie et quels pouvoirs pour la finance ? quel rapport à l'Etat ? quelle justification, enfin, du droit à la pension ? Sur tous ces points, le choix pour la répartition ou la capitalisation n'est pas neutre. Autant l'avoir bien compris à l'heure où la question du « gouffre » des pensions va très certainement une nouvelle fois être remise sur le tapis.