

Flash Economie

3 février 2020 - 150

Si le rendement du capital était égal au taux de croissance, la retraite par répartition et la retraite par capitalisation seraient équivalentes

Si le rendement du capital était égal au taux de croissance (ce qu'on écrit souvent symboliquement comme $r=g$), organiser la retraite par capitalisation ou par répartition serait équivalent. En effet :

- les rendements des deux systèmes seraient identiques ;
- le vieillissement démographique affecte négativement les deux systèmes de retraite ;
- si la croissance devient plus faible, le rendement de la répartition est réduit, mais celui de la capitalisation aussi : les risques des deux systèmes sont fortement corrélés.

Mais on observe que, durablement, le rendement du capital est supérieur au taux de croissance (ce qu'on écrit comme $r>g$) : ceci donne un avantage structurel à la capitalisation sur la répartition. Nous illustrons notre analyse par le cas de la France.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

L'équivalence de la retraite par capitalisation et de la retraite par répartition

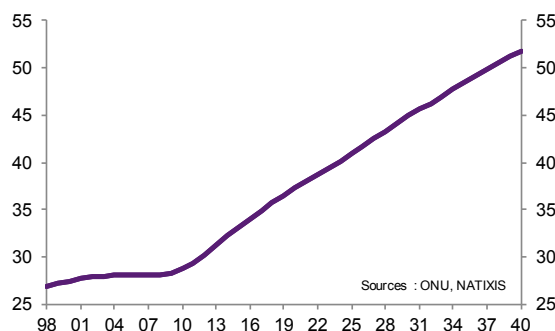
Supposons d'abord que **le rendement du capital est égal au taux de croissance**.

Ceci implique que **le rendement de la capitalisation** (le rendement du capital, puisque les cotisations au système de retraite sont investies sur les marchés financiers) **est égal au rendement de la répartition** (qui est égal à la croissance de l'économie, puisque les retraites d'une génération sont payées par les cotisations de la génération suivante, dont le revenu augmente comme le PIB : un retraité touche donc une retraite basée sur des cotisations plus élevées - avec la croissance - que celles qu'il a lui-même versées).

Regardons maintenant **les autres causes de l'équivalence entre capitalisation et répartition**.

- 1- **Le vieillissement démographique** (nous utilisons pour illustrer les données de la France, **graphique 1**) **affecte à la fois la répartition et la capitalisation**.

Graphique 1
France : population de plus de 65 ans
(en % de la population de 20 à 64 ans)

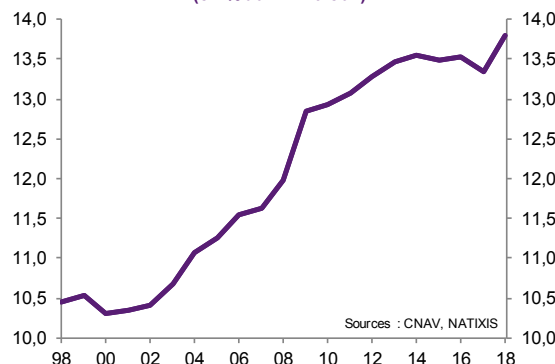


Le vieillissement accroît le nombre de retraités par rapport au nombre de cotisants, ce qui est évidemment défavorable à la répartition.

Mais le vieillissement réduit le nombre de salariés qui travaillent sur le capital, ce qui réduit la productivité du capital, donc le rendement des actifs financiers, et est défavorable à la capitalisation.

On peut voir cela autrement : que la retraite soit organisée par répartition ou par capitalisation, **il s'agit de prendre une partie du PIB (graphique 2) pour la donner aux retraités**.

Graphique 2
France : dépenses publiques de retraite
(en % du PIB valeur)

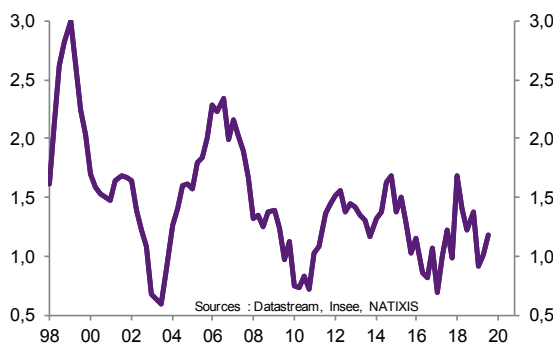


Le vieillissement implique que, si le poids des retraites dans le PIB n'est pas modifié, le niveau de la retraite pour chaque retraité doit être réduit, qu'il s'agisse de répartition ou de capitalisation.

2- Le risque avec la retraite par répartition est le recul de la croissance potentielle (graphique 3), donc du rendement de la répartition.

Graphique 3
France : croissance potentielle* (volume, GA en %)

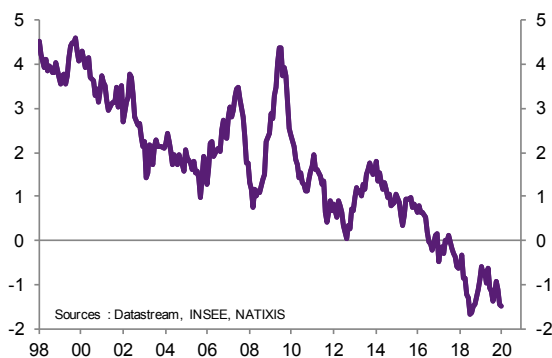
(* Population active + productivité par tête lissée sur les 5 dernières années (GA en %)



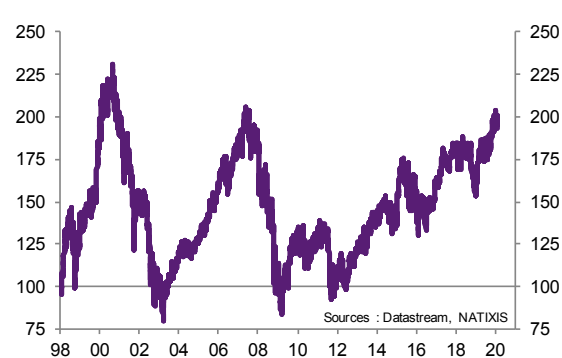
Mais s'il y a recul de la croissance potentielle, il y a normalement :

- recul du taux d'intérêt réel à long terme (graphique 4) ;
- recul de la progression des cours boursiers (graphique 5),

Graphique 4
France : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (déflaté par le CPI, en %)



Graphique 5
France : indice boursier (CAC40, 100 en 1998:1)

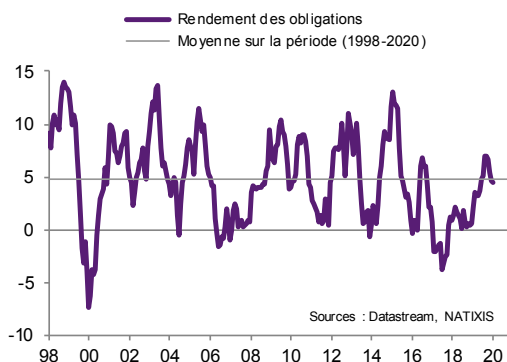


donc recul aussi du rendement de la capitalisation : les risques qui affectent le rendement de la répartition et le rendement de la capitalisation sont donc fortement (positivement) corrélés, ce qui contribue à l'équivalence des deux systèmes de retraite.

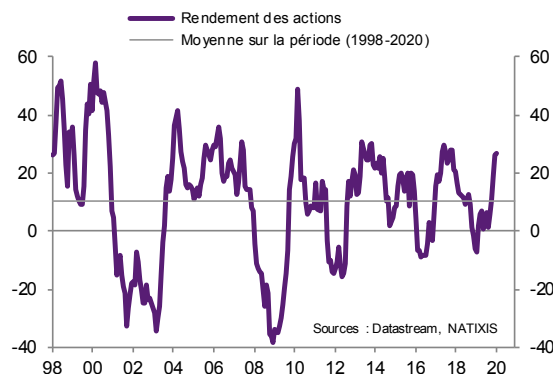
Mais le rendement de la capitalisation est durablement supérieur à celui de la répartition

Les retraites par capitalisation sont investies essentiellement en obligations et en actions. Le rendement des obligations est montré sur le graphique 6, le rendement des actions sur le graphique 7, l'inflation sur le graphique 8.

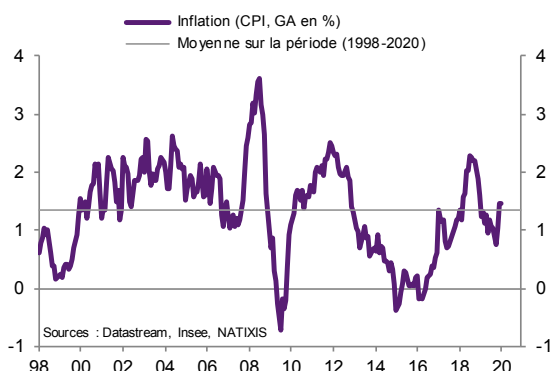
Graphique 6
France : rendement des obligations (en %)



Graphique 7
France : rendement des actions (en %)

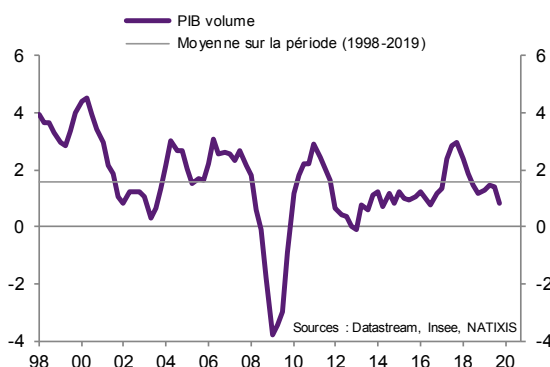


Graphique 8
France : inflation (CPI, GA en %)



On voit que, de 1998 au début de 2020, le rendement réel des obligations a été en moyenne de 3,5% par an, le rendement réel des actions a été en moyenne de 8,7% par an : le rendement réel de la capitalisation est nettement supérieur à celui de la répartition (1,7% par an, graphique 9).

Graphique 9
France : croissance du PIB (volume, GA en %)



Synthèse : une anomalie qui empêche l'équivalence des deux systèmes

La retraite par répartition et la retraite par capitalisation sont normalement équivalentes (en termes de rendement, de réaction au vieillissement démographique, de risque).

Mais on observe une anomalie : le rendement du capital est structurellement beaucoup plus élevé que la croissance du PIB ($r > g$), **donc le rendement de la capitalisation est plus élevé que celui de la répartition**, ce qui aurait dû pousser à introduire une dose importante de capitalisation dans le système français de retraite (**tableau 1**).

Tableau 1 : taille des fonds de pensions (en % du PIB valeur, 2018)

Pays	Taille des fonds de pension (en % du PIB valeur)
Etats-Unis	76,3
Royaume-Uni	104,5
Allemagne	6,7
France	0,7
Espagne	8,8
Italie	7,6
Pays-Bas	171,0
Suède	4,1

Sources : OCDE, NATIXIS