

LE DÉBAT DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE :
LES FONDS DE PENSIONE. PHILIP DAVIS ¹RÉPARTITION, CAPITALISATION
ET SÉCURITÉ
DES RÉGIMES DE RETRAITE

Cet article traite de trois questions interdépendantes liées au débat actuel sur l'offre de pensions de retraite. Il analyse d'une part les avantages et inconvénients des systèmes de sécurité sociale par répartition. Il évalue d'autre part les raisons pour lesquelles la capitalisation peut être envisagée comme une alternative préférable. Il étudie enfin les arguments portant sur la viabilité à long terme de la capitalisation, en faisant référence entre autres à l'influence de la réglementation. L'analyse met en lumière un certain nombre de questions et de choix politiques. D'une manière générale, il apparaît que, si un basculement partiel vers la capitalisation est justifié, il convient également de conserver un système minimal de répartition, la nécessité d'un « filet de sécurité » contre la pauvreté des retraités n'étant pas le moindre des arguments. Le TABLEAU 1, qui présente les indicateurs de retraite pour les pays du G7, rappelle quelles sont les données de ce débat : indicateurs illustrant le vieillissement démographique, indicateurs de la charge future des systèmes par répartition, indicateurs de la capitalisation privée et du rendement de la répartition et de la capitalisation.

1. E. PHILIP DAVIS est chef de division adjoint, division « phase II », Institut monétaire européen. Les opinions émises sont celles de l'auteur, et ne reflètent pas nécessairement celles de l'institution à laquelle il est attaché. Cet article s'appuie sur Davis (1995).

TABLEAU 1

Indicateurs de retraite pour les pays du G7

| | Taux de dépendance | Engagements bruts de retraite/PIB | Engagements nets de retraite/PIB | Dépenses de retraites/PIB | Actifs des fonds de pension/PIB | Investissement institutionnel total/PIB | Taux de croissance des revenus moyens | Rendement réel sur les actions | Rendement réel sur le portefeuille équilibré |
|-------------|--------------------|-----------------------------------|----------------------------------|---------------------------|---------------------------------|---|---------------------------------------|--------------------------------|--|
| | 1990 et 2030 | 1994 | 1994 | 2030 | 1994 | 1994 | 1970-90 | 1967-90 | 1967-90 |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
| Royaume-Uni | 24-39 | 142 | -24 | 5,5 | 68 | 134 | 2,6 | 8,1 | 3,7 |
| Etats-Unis | 19-37 | 163 | -23 | 6,6 | 67 | 102 | 0,2 | 4,7 | 2,8 |
| Allemagne | 22-49 | 348 | -62 | 16,5 | 6 | 41 | 4,0 | 9,5 | 6,2 |
| Japon | 17-45 | 299 | -70 | 13,4 | 6 | 60 | 4,2 | 10,9 | 5,3 |
| Canada | 17-39 | 204 | -101 | 9,0 | 34 | 60 | 1,7 | 4,5 | 2,2 |
| France | 21-39 | 318 | -102 | 13,5 | 4 | 50 | 4,0 | 9,4 | 4,9 |
| Italie | 22-48 | 401 | -60 | 20,3 | 2 | 18 | 3,3 | 4,0 | 2,0 |

(1) Le taux de dépendance est le rapport entre la population âgée de plus de 65 ans et la population de 15 à 64 ans. Source : Bos & al., Banque mondiale.

(2) Les engagements bruts de retraite sont la valeur actualisée des dépenses de retraite futures. Source : Roseveare & al., *OECD Working Paper* n° 168.

(3) Les engagements nets de retraites déduisent la valeur des contributions des engagements bruts. Elles indiquent l'ampleur de l'ajustement des contributions nécessaire pour financer les allocations au taux actuel. Source : Roseveare & al. (*op. cit.*).

(4) Source : Roseveare & al. (*op. cit.*).

(5) Source : Davis (1997a).

(6) Source : *National flow-of-funds balance sheet data*.

(7)-(9) Source : Davis (1995). Le taux de croissance des revenus moyens est une approximation du rendement de la capitalisation et doit être comparé au rendement réel sur les actions et au rendement réel sur un portefeuille équilibré (investi pour 50% en obligations et pour 50% en actions).

Le pour et le contre des retraites de sécurité sociale

Les systèmes de retraites publiques obligatoires se justifient pour des raisons essentiellement économiques (ils corrigent une forme de défaillance du marché), mais également sociales (ils favorisent une distribution désirée de revenu). En particulier, ils cherchent à répondre aux problèmes suivants (voir Johnson, 1992).

- Ils permettent de corriger les défaillances du marché liées aux imperfections d'information : les gouvernements aident chaque individu à épargner en vue de sa retraite en offrant un niveau de prestations de base qui est au moins égal au minimum que tous souhaiteraient, sans que cela nécessite une collecte d'information sur la nature précise des préférences de chaque individu.
- En imposant une participation obligatoire, et en offrant le seul choix de rentes à vie, les retraites de la sécurité sociale publique participent à la correction des défaillances du marché dues aux problèmes de sélection adverse qui peuvent perturber les marchés de rentes privés – principale alternative du secteur privé.

- Les compagnies d'assurance privées peuvent également se montrer incapables de couvrir le risque d'inflation, et sont exposées au risque de défaut lors de récessions graves.
- Les retraites publiques corrigent les défaillances du marché associées aux problèmes de cavalier seul (*free riding*), par lesquels les individus n'épargnent pas s'ils savent que la société ne les laissera pas mourir dans la pauvreté (il s'agit d'un problème d'aléa de moralité) ; ainsi, elles imposent à tous les membres d'une société de contribuer à ce filet de sauvetage. En outre, la sécurité sociale présente l'avantage social de corriger les « défaillances du marché » qui font que le secteur privé n'est pas en mesure, seul, de redistribuer le revenu, de diminuer la pauvreté, et de favoriser la solidarité sociale et la stabilité.
- Pour la majorité de la population, les coûts de transaction des retraites privées individuelles peuvent être tellement élevés qu'ils en deviennent anti-économiques, en particulier pour les faibles revenus.
- En outre, la sécurité sociale par répartition réalise une forme de partage du risque, puisqu'elle répartit le risque de rendements variable sur le capital humain comme sur le capital non humain (c'est-à-dire les salaires comme les rendements d'actifs) entre les générations (voir Merton, 1983).
- Ils atténuent les effets du déclin des modes plus traditionnels de prise en charge des personnes âgées (la famille étendue).
- Le paternalisme conduit les gouvernements à tenter de corriger la myopie qui amène certains individus à ne pas épargner en vue de leur propre retraite.
- Enfin, les gouvernements peuvent considérer la sécurité sociale par répartition comme un mode pratique de redistribution du revenu, qui subventionne les personnes qui restent démunies tout au long de leur vie.

Ces justifications mélangent les principes d'assurance et de solidarité. D'une part, la sélection adverse, les comportements de cavalier seul, le partage du risque, les coûts de transaction et les imperfections d'information plaident clairement en faveur de la supériorité de l'Etat sur les marchés d'assurance privés ; de l'autre, la substitution aux modes de prise en charge traditionnels, le paternalisme et la redistribution, sont des arguments qui relèvent davantage de la solidarité. Il convient de noter que ce sont essentiellement ces derniers qui justifient le recours à un financement par répartition. Les arguments en termes d'assurance pèsent surtout pour une offre publique ou obligatoire, indépendante du mode de financement – par capitalisation ou par répartition. En outre, comme le notent Bodic et Merton (1992), James (1993) et la Banque mondiale (1994), aucun de ces arguments ne permet de se prononcer sur le niveau approprié des allocations. Tout au plus suggèrent-ils que les gouvernements devraient uniquement fournir un niveau minimal de sécurité commun à tous, et non un niveau uniforme et élevé d'allocation, indépendant des préférences et des dotations individuelles.

La sécurité sociale peut également produire d'autres avantages, plus larges, de nature macro-économiques : tant que le système est considéré comme soutenable, la stabilité des revenus anticipés au cours du cycle de vie peut contribuer à lisser la demande agrégée, protégeant l'économie contre l'instabilité cyclique, et

favorisant ainsi l'investissement. Elle peut également stimuler la demande des consommateurs, le besoin d'épargne de précaution diminuant.

Cela étant, les inconvénients économiques des systèmes de sécurité sociale par répartition peuvent affecter aussi bien les marchés du travail que les marchés du capital. Sur les marchés du travail, les cotisations sociales des employeurs et des travailleurs accroissent l'écart entre les coûts du travail, qui déterminent la demande de travail, et les salaires nets, qui influencent l'offre de travail. Lorsque les employeurs opèrent sur des marchés concurrentiels, ils ne peuvent se permettre d'augmenter les prix de leurs produits ; ils subissent donc une incitation à substituer du capital au travail – ou à procéder à des délocalisations. Il semblerait, de fait, qu'il existe un lien direct entre le niveau global des coûts salariaux et non salariaux, et le niveau du chômage (Balassa, 1984). Ses effets peuvent être aggravés si les licenciements sont difficiles, comme en Allemagne (Schlesinger, 1984).

Quant à l'offre de travail, si les jeunes travailleurs ne perçoivent pas, ou perçoivent mal, en raison de problèmes de myopie, la relation entre contributions et retraites, l'effort en termes d'heures travaillées, voire même en termes de participation à la force de travail, déclinera. Inversement, ces effets sont limités si les travailleurs considèrent que leurs cotisations leur garantissent des droits aussi crédibles que ceux qui sont associés à l'épargne, ou à un système par capitalisation équitable en termes actuariels ; ils disparaissent s'ils considèrent que l'épargne implicite fournit un taux de rendement adéquat.

La disponibilité des allocations à partir d'un certain âge peut également constituer une incitation forte à la retraite pour les travailleurs les plus âgés : des données empiriques suggèrent que les pensions peuvent varier de 10-15 % sans affecter profondément la décision de départ en retraite. En outre, lorsque les retraites publiques rapportent d'autant plus qu'elles sont liquidées tôt, comme cela se produit souvent, elles peuvent inciter à des départs précoces en retraite. Ces effets peuvent être aggravés si les systèmes de retraite privée présentent des caractéristiques similaires. En outre, l'emploi à temps partiel peut être découragé lorsque, du fait de la diminution des pensions de retraite, les revenus subissent un taux de fiscalité marginale de 100 %. Il convient de noter que les systèmes de répartition incitent souvent délibérément aux retraites précoces, considérées comme une « méthode indolore de limitation du chômage des jeunes – ou de réduction du nombre des travailleurs en surnombre » : ceci constitue une illustration des sophismes qui concernent le travail, selon lesquels il n'existe dans l'économie qu'un nombre donné d'emplois. Les analyses disponibles suggèrent en effet que la sécurité sociale induit des retraites précoces, et que cet effet peut être important. James (1993) signale ainsi que la population active dans les pays de l'OCDE aurait été de 3 à 7 % plus élevée en 1990 si le groupe de 55-64 ans avait eu le même taux d'activité qu'en 1960 ; ceci implique une perte considérable de production potentielle et de contributions.

Quant aux marchés de capitaux, des travaux portant sur les Etats-Unis et sur un ensemble d'autres pays indiquent que les retraites de sécurité sociale non capitalisées réduisent l'épargne agrégée, et par conséquent l'accumulation de capital et la croissance (Feldstein, 1974, 1977, 1995a). On peut rendre compte théoriquement de ces résultats à l'aide d'un modèle de cycle de vie, dans lequel les

individus structurent leur épargne et leur accumulation d'actifs au cours de leur vie, de manière à conserver une consommation d'équilibre. Si la sécurité sociale fournit une garantie de revenu permettant d'assurer la permanence du niveau de consommation au-delà de la retraite, alors il existe une forme d'accumulation implicite de richesse, qui réduit le besoin d'épargne au cours de la vie active. L'idée selon laquelle les travailleurs considèrent les contributions en elles-mêmes comme une forme d'épargne, et non comme une taxe, sous-tend l'approche de Feldstein, et contraste avec l'analyse en termes d'offre de travail. Un autre mécanisme provoque une diminution de l'épargne dans les systèmes de sécurité sociale par répartition : les agents imprévoyants, qui auraient continué à travailler jusqu'à la fin de leur vie, sont dans ce cas en mesure de prendre une retraite.

Les résultats de Feldstein ont été contestés ; mais il est clair que, si un système de sécurité sociale est structuré de manière à fournir à une génération des prestations plus importantes que ses contributions, le transfert de richesses produira une diminution de l'épargne, aussi longtemps que le secteur public ne dégage pas un surplus compensatoire. Les « retraites gratuites » fournies, dans les systèmes de sécurité sociale, aux premières générations qui n'ont pas contribué en constituent un exemple. Ceci peut expliquer le fait que, dans certains pays aux retraites de sécurité sociale généreuses, comme la Suède, l'Italie et le Japon (relevé par Hagemann et Nicoletti, 1989), la sécurité sociale a un effet négatif plus net que celui que Feldstein a obtenu dans le cas des Etats-Unis. En outre, comme le signale James (1993), les conditions sous lesquelles la capitalisation a un effet positif sur l'épargne – c'est-à-dire la myopie, l'accès limité au crédit, et l'absence de crédibilité du système de retraites – sont précisément celles dont l'absence conduit la répartition à diminuer l'épargne. Dès lors, le basculement de la répartition à la capitalisation aura sans ambiguïté pour effet d'augmenter l'épargne courante au sens économique, le secteur privé et/ou le secteur public épargnant davantage ².

Le basculement de la répartition à la capitalisation présente des inconvénients variés, déjà énoncés ; mais les gouvernements y sont incités, car, du fait du vieillissement démographique, il est difficile de recourir au financement par répartition sans provoquer alternativement une hausse insoutenable des taux de contribution ou des déficits budgétaires chroniques (Rosevear & al., 1996 ; FMI, 1996 ; Davis, 1997a, ainsi que TABLEAU 1). Dans un scénario de contributions élevées, les rendements de la répartition diminuent fortement, aggravant les désincitations ; dans le cas de déficits budgétaires, on risque l'éviction de l'investissement et même une crise fiscale dans le pays. Les avantages relatifs de la capitalisation vont maintenant être étudiés, en insistant particulièrement sur ce problème.

2. Naturellement, au siècle prochain, le vieillissement démographique imposera une désépargne aux systèmes par capitalisation ; cependant, si les obligations liées à la répartition sont réduites, l'effet sur l'épargne globale sera mitigé.

Les coûts et avantages du basculement vers la capitalisation

Conceptuellement, la capitalisation, qui associe épargne et prime d'investissement de telle sorte que, pour chaque génération, les retraites sont payées avec les flux de rendements, présente un certain nombre d'avantages. Elle améliore l'équité actuarielle du système, établissant une relation plus forte que dans un système de répartition entre allocations et contributions ; par conséquent, les contributions sont plus facilement considérées comme de l'épargne que comme un impôt. La capitalisation est donc en mesure de réduire les distorsions sur les marchés du travail et les marchés financiers, comme sur l'épargne ; elle peut en elle-même réduire l'impact économique général du vieillissement, en incitant à participer à la population active, ainsi qu'en augmentant potentiellement l'épargne agrégée³, ce qui élève le stock de capital fixe et, ainsi, la production à partir de laquelle les retraites futures sont payées. Même si l'épargne demeure relativement stable, sa structure peut basculer vers des instruments à long terme, tels que les titres, ce qui favorise l'investissement productif, améliore le développement des marchés de capitaux (stimulation de l'innovation, de l'efficacité et de la liquidité) et stimule par conséquent l'allocation efficace des ressources (Davis, 1996a, 1996b). En élevant la croissance de manière « endogène », ces mécanismes pourraient contribuer à fournir les ressources nécessaires pour faire face aux engagements résiduels de répartition, et/ou aux éléments de répartition dont le maintien est jugé nécessaire pour des raisons sociales (Holzmann, 1997).

Dans ce contexte, il convient de noter qu'à l'équilibre (pour une taille et une distribution par âge donnée de la population), un système par répartition fournit un rendement égal à la croissance des revenus réels moyens, plus la croissance de la population (Aron, 1966), tandis qu'un système par capitalisation offre le rendement réel du marché des capitaux. Ce dernier est en général plus élevé, dès lors que le portefeuille inclut une proportion importante de titres (TABLEAU 1), bien que les rendements puissent eux-même être affectés par l'ampleur de la capitalisation, et que les risques puissent être plus élevés, en particulier pour les fonds à cotisation fixe. Le vieillissement démographique peut également réduire les rendements de la répartition bien en deçà de l'« état stationnaire », qui correspond à la croissance de la population plus les revenus réels moyens.

La capitalisation autorise par ailleurs une diversification du risque par le biais de l'investissement international ; elle réduit par conséquent la vulnérabilité des retraites aux performances générales de l'économie nationale, qui peuvent se détériorer avec le vieillissement démographique. Dans cette perspective, les actifs accumulés par capitalisation, dans la mesure où ils sont une forme de propriété privée, peuvent être mieux garantis contre les évolutions politiques futures que ne

3. Voir Feldstein (1977, 1995a).

le sont les droits acquis dans un système de répartition. Les retraites de sécurité sociale sont en effet soumises au risque politique de reniement des pensions promises.

Face au vieillissement, la capitalisation peut également être considérée comme une forme de transfert du fardeau, et plus généralement comme un frein à la nécessité d'élever les taux de contribution à un moment potentiellement indésirable, compte tenu de performances économiques médiocres ou de chocs démographiques. Selon l'OCDE (1993), pour éliminer les engagements de retraite non capitalisés dans l'Union européenne, la hausse maximale nécessaire des ratios de contribution dans un système de répartition représente 4,4 à 11,9 % du PIB, tandis qu'une augmentation de 1,1 à 5,3 % suffirait dans un système par capitalisation.

Holzmann (1997) signale en particulier trois avantages que la capitalisation offrirait *per se* à l'Union européenne. L'existence dans l'Union d'un système de retraite par capitalisation coordonné, sur une base de cotisations fixes, améliorerait la mobilité du travail entre les Etats membres, ce qui permettrait la réalisation complète des gains de spécialisation. En outre, s'ils prenaient également part aux gains en capital à un niveau européen et mondial, les travailleurs pourraient accepter plus facilement les ajustements aux conditions du marché du travail nécessaires pour faire face à la mondialisation⁴. Enfin, la capitalisation partielle des retraites aiderait à protéger l'UE du choc démographique symétrique qui l'affecterait, si les deux conditions suivantes sont vérifiées : les effets de croissance identifiés *supra* sont réalisés, et une proportion significative des fonds fait l'objet d'un investissement international, c'est-à-dire d'une diversification du risque.

Malgré ces arguments, il est peu probable qu'un basculement global vers la capitalisation soit désirable ou même faisable, en particulier car ce système de financement ne permet pas d'opérer de redistribution en direction des pauvres, d'une manière conforme aux préférences sociales habituelles. Il est vrai aussi que, d'une manière plus générale, les retraites par capitalisation sont souvent mal adaptées aux travailleurs à faibles revenus, ou à ceux dont les carrières ont suivi une évolution heurtée. Dès lors, il pourrait être optimal, pour diversifier le risque, d'offrir les deux formes de pensions de retraite. Ceci se justifie par le fait que, comme on l'a déjà noté, la répartition et la capitalisation sont soumises à des risques différents, qui sont dans une certaine mesure indépendants l'un de l'autre. Enfin (voir *infra*) un basculement total serait probablement très coûteux, en termes budgétaires, compte tenu de l'étendue des engagements qui existent actuellement dans le système de répartition, et qu'il faudrait toujours honorer.

Notons cependant que ces arguments en faveur d'un basculement partiel n'impliquent pas la nécessité d'un système par répartition globale, comme seul système de pensions de retraite offrant des taux de remplacement élevés, indépendants du revenu et des préférences individuelles. Au contraire, ils pourraient

4. De manière plus générale, la capitalisation peut également améliorer l'efficacité économique globale et la flexibilité en diminuant le conflit entre travail et capital ; en effet, dans un système de capitalisation, les travailleurs ne concentrent pas seulement leur intérêt sur le niveau des salaires et la sécurité de l'emploi. Ceci peut, par exemple, favoriser la modération salariale et diminuer la demande de sécurité de l'emploi, qui seraient alors considérées comme favorables aux revenus futurs du capital au moment de la retraite.

justifier l'existence d'une sécurité sociale minimale, destinée à lutter contre la pauvreté, les retraites supérieures étant financées par capitalisation. La spécialisation des deux systèmes, l'élément non capitalisé assurant la redistribution et l'élément capitalisé la fourniture d'annuités, pourrait contribuer ainsi à réduire les distorsions que l'élément non capitalisé fait peser sur les marchés financiers et les marchés du travail (Banque mondiale, 1994).

Dans les pays relevant actuellement de la répartition⁵, le débat sur la capitalisation bute sur des problèmes budgétaires, qui pourraient entraîner des résistances politiques. En effet, les retraites par capitalisation ne suppriment pas à court terme la pression sur les finances publiques, puisque les engagements existant en matière de retraites doivent être honorés. En outre, on constate qu'il faut habituellement accorder des allègements fiscaux sur les contributions et les revenus financiers, alors même que les pensions de retraite correspondantes sont initialement faibles, génèrent peu de revenus fiscaux et ne compensent pas ces coûts⁶. D'où la nécessité d'une position budgétaire initiale assez forte, et la probabilité d'une résistance politique des générations de la transition, obligées de « payer deux fois » pour leurs retraites : une fois pour l'ancien système par répartition, et une autre fois pour la capitalisation. Ceci soulève une question importante de politique publique : comment financer une transition et en distribuer la charge entre les générations ? La répartition telle qu'elle existe impose clairement un fardeau trop important aux générations futures ; mais quelle est la redistribution appropriée de ce fardeau ?

Comme le signale Holzmann (1997), au lieu de forcer la génération actuelle à payer deux fois par le financement budgétaire de la transition, une alternative consiste à reconnaître la dette publique implicite représentée par les obligations cumulées de retraites par répartition, et à les convertir immédiatement en dette explicite. La transition est alors largement financée par les générations à venir. Feldstein (1995b) suggère que le financement de la transition par endettement peut contribuer à redistribuer le fardeau entre générations⁷ : les générations à venir, qui bénéficieront des gains d'efficience d'un marché du travail plus flexible et du développement du marché financier stimulé par la capitalisation, supporteront une partie des coûts. Cependant, compte tenu de l'étendue des obligations actuellement accumulées dans le système par répartition, généralement bien supérieures à 100 % du PIB, ceci n'est pas réalisable sans conséquence importante sur les marchés financiers et la confiance dans l'économie nationale.

Ceci explique que les gouvernements de l'OCDE ont préféré, dans les circonstances actuelles, recourir largement à la réduction des retraites promises aux

5. Comme le montre le TABLEAU 1, le champs de la capitalisation, et la taille des secteurs par capitalisation qui y correspondent, diffèrent fortement entre les pays du G7.

6. Pour les questions liées à cette problématique, voir Franco (1996).

7. Dans ce contexte, Feldstein (1995b) montre que, même en faisant abstraction de la démographie et des distorsions sur le marché du travail, les conditions auxquelles la capitalisation améliore le bien-être sont tout à fait susceptibles d'être réunies : il faut que le rendement du capital soit supérieur à la croissance économique (de telle sorte que le rendement de la capitalisation soit supérieur à celui de la répartition) ; que le rendement sur le capital soit supérieur au taux de préférence pour le présent (intensité capitalistique de l'économie inférieure au niveau de maximisation du bien-être) ; et enfin que le taux de croissance de l'économie soit positif (de telle sorte qu'il existe un gain sur les revenus autres que la retraite, qui fasse plus que compenser le coût (donné) de la transition).

générations actuelles et futures, faisant implicitement « défaut » sur une partie de leurs engagements. Comme le note Holzmann (1997), un tel processus de réforme, en réduisant l'obligation de pension liée à la répartition, peut faciliter, ultérieurement, un basculement partiel vers la capitalisation – qu'elle soit financée par l'emprunt ou l'impôt. C'est la caractéristique du processus engagé avec succès par certains pays latino-américains, en particulier le Chili, et sérieusement étudié en Europe orientale.

Au sein des différents types de capitalisation, on distingue la capitalisation partielle dans le cadre de la sécurité sociale de la capitalisation privée. La Suède a adopté précocement un régime de capitalisation, les actifs accumulés s'élevant à environ 33 % du PIB. Un tel système de capitalisation obligatoire, dans le cadre de la sécurité sociale publique, qui existe également en Finlande, permet d'éviter les problèmes de mobilité du travail caractéristiques des systèmes professionnels volontaires : c'est un avantage d'un système public. Il présente cependant des inconvénients, en particulier s'il existe une part de redistribution : les contributions à ce fond de sécurité sociale peuvent être considérées comme un impôt, ce qui engendre des distorsions sur les marchés du travail et d'autres pertes en bien-être. En outre, un tel fonds peut être confronté à des problèmes d'investissement (Thompson, 1992), et, s'il est important, peut également provoquer une hausse de la consommation publique, ou même des déficits publics, ce qui diminue finalement l'épargne nationale. Enfin, l'investissement dans les titres publics, caractéristique de tels fonds⁸, peut subir des interférences politiques et avoir alors des conséquences ambiguës. Même s'il a pour vocation de financer l'investissement, il peut, pour des motifs politiques, être détourné vers des projets non profitables. De même, l'absence d'investissement international, typique des fonds de dépôt de sécurité sociale, les rend tributaires des performances de l'économie nationale.

La capitalisation par le biais de fonds de pension professionnels ou par le biais de contrats individuels permet d'éviter certaines difficultés des systèmes de répartition discutées ici. Il est ainsi probable qu'elle révélerait les avantages du basculement d'un système de sécurité sociale vers la capitalisation en termes d'épargne, les travailleurs percevant les contributions comme de l'épargne investie au taux de rendement du marché. Les gestionnaires de fonds maximisent en principe le rendement qui, pour un risque donné, assure l'allocation efficiente des fonds sur le marché des capitaux⁹. Dès lors qu'ils peuvent procéder à des investissements internationaux¹⁰, ils ne sont pas non plus contraints par le caractère limité des opportunités d'investissement dans l'économie nationale, et peuvent réduire le risque. Les retraites privées, en particulier les plans à cotisations fixes, satisfont mieux les préférences individuelles, alors que les plans à prestations garanties peuvent fournir un partage du risque inter-générationnel similaire à celui des

8. Le fonds ATP suédois est une exception, puisqu'il est investi largement dans des instruments de dette du secteur privé.

9. Davis (1996b) analyse l'impact des investisseurs institutionnels comme les fonds de pension sur le marché des capitaux.

10. L'investissement international des fonds de pension privés dans l'Union européenne se heurte à de nombreuses barrières, généralement imposées pour des raisons « prudentielles » (Davis, 1995). Lannoo (1996) étudie les actions de l'Union européenne dans ce domaine.

systèmes par répartition ¹¹. Les fonds à cotisations fixes reposant sur les entreprises peuvent se révéler attractifs par rapport aux fonds individuels, dans la mesure où leurs coûts d'administration sont plus faibles et où ils réduisent l'incidence de la sélection adverse sur les contrats de rentes ¹².

Il convient cependant de noter que les systèmes de retraites privés présentent des inconvénients : ils imposent en particulier des coûts de régulation et des coûts administratifs ¹³ ; ils souffrent de vulnérabilité aux risques de marché (en particulier pour les fonds à cotisations fixes) ; ils ne sont pas en mesure d'opérer une redistribution. Enfin, les fonds à prestations garanties créent des obstacles à la mobilité du travail s'ils sont peu transférables ¹⁴, et leur viabilité peut rendre nécessaire leur caractère obligatoire au niveau de la firme. Les fonds à prestations garanties reposant sur les salaires de fin de carrière peuvent aussi augmenter l'incitation des employeurs à licencier les travailleurs âgés, dans la mesure où leurs droits de retraite accumulés augmentent au fur et à mesure qu'approche l'âge de la retraite ¹⁵. De même, les retraites privées n'allègent pas la pression sur les finances publiques à court terme, puisque les engagements de retraite existants doivent être honorés, et des exonérations d'impôts sur les contributions et les rendements des actifs doivent être accordées, alors que les revenus fiscaux provenant des montants initialement faibles de paiements de retraites sont insuffisants pour compenser ces coûts.

La viabilité à long terme des systèmes de retraite

Les tenants de la capitalisation doivent répondre à une question importante : quelle est sa résistance relative, par rapport à la répartition, face aux difficultés démographiques à venir ? Il est possible de répondre à cette question à deux niveaux, macro- et micro-économique. D'abord, on peut objecter que, dans une « économie fermée », toutes les formes de capitalisation sont de fait équivalentes

11. Ceci s'explique par le fait que les travailleurs plus jeunes peuvent accepter une sous-capitalisation temporaire de leurs droits de retraite pendant les périodes de volatilité des marchés, tandis que les travailleurs plus âgés continuent d'avoir un taux de remplacement stable.

12. La sélection adverse est réduite car un système à cotisations fixes fondés sur une entreprise offre un ensemble de risques à la compagnie d'assurance ; en revanche, celle-ci craint qu'un individu qui préfère une annuité à une somme forfaitaire ne possède une meilleure information à propos de sa propre espérance de vie.

13. Aux Pays-Bas par exemple, les coûts administratifs des retraites publiques s'élèvent à 1 % des contributions ; ceux des retraites professionnelles à 7 % et ceux des retraites individuelles 24 % (Besseling & Zeeuw, 1993). Diamond (1993) note que, aux États-Unis, les coûts de la sécurité sociale sont entre 3 et 12 fois inférieurs à ceux des pensions privées, en particulier du fait du monopole naturel de la collecte des cotisations de sécurité sociale.

14. Les fonds professionnels à prestations garanties imposent habituellement les restrictions suivantes : les « pensions suspendues » ne sont pas indexées, les droits des travailleurs ne sont pas dus pour de nombreuses années, et la possibilité de transférer les fonds hors d'un système est limitée. Les réglementations permettent de dépasser toutes ces limites – c'est le cas dans des pays tels que le Royaume Uni – au risque d'affecter l'attractivité des fonds à prestations garanties pour les entreprises.

15. Pour, entre autres, combattre ceci, les Pays-Bas ont récemment proposé de réformer la règle des fonds à prestations garanties afin qu'ils soient fondés sur le salaire moyen. Avec une base de salaire moyen (indexée sur l'inflation), les retraites s'accumulent de façon progressive sur la vie active de l'individu.

à la répartition, dans la mesure où c'est la production nationale qui doit financer les retraites, à partir des revenus du travail dans le cas de la répartition, et des revenus du capital dans le cas de la capitalisation (Samuelson, 1958). La capitalisation peut avoir également un effet adverse sur le taux de change et l'équilibre courant si l'investissement *ex ante* est inférieur à la hausse de l'épargne. En outre, dans le plus long terme, l'épargne supplémentaire engendrée par un basculement vers la capitalisation peut réduire le taux d'intérêt, et donc les avantages de la capitalisation par rapport à la répartition. Inversement, au cours du siècle prochain, il est probable que les fonds de pension seront vendeurs d'actifs, au fur et à mesure du vieillissement de la population, ce qui peut déprimer les prix de ces actifs (Schieber & Shoven, 1994).

Pendant (voir *supra*), comparée à la répartition, la réduction des distorsions sur les marchés du travail et les marchés financiers, associée à la capitalisation, peut augmenter le potentiel de croissance, provoquant un basculement de la structure de l'épargne en direction d'instruments de plus long terme tels que les titres, et éventuellement une augmentation de l'épargne *per se* (Holzmann, 1997). Par conséquent, capitalisation et répartition peuvent conduire à des perspectives différentes de la croissance à long terme. En outre, la possibilité d'investissement international expose moins les retraites aux performances de l'économie nationale. De fait, des arguments forts suggèrent que la capitalisation devrait accélérer des investissements en direction des pays à population plus jeune, dont les besoins d'investissement dépassent l'épargne nationale. Ceci autorise, conceptuellement, une forme de partage mondial du fardeau. En outre, lorsque le vieillissement démographique affectera ces pays, au siècle prochain, ceux-ci pourront acquérir des actifs cédés à ce moment-là, par les fonds de pension des pays de l'OCDE. Pour qu'un tel investissement international se produise, il est essentiel cependant que les réglementations de portefeuille soient suffisamment libérales à cet égard.

Au niveau micro-économique, d'autres aspects de la régulation peuvent déterminer la viabilité des fonds de pension. L'adéquation de la capitalisation est essentielle aux fonds à prestations garanties : la sous-capitalisation, courante aux Etats-Unis dans les années quatre-vingt, comme à présent au Japon, fragilise les allocations (Smalhout, 1996). Dans le cas des fonds à cotisations fixes, la question consiste à déterminer si les cotisations sont adéquates, compte tenu des taux de rendement et des coûts administratifs (Davis, 1997c, étudie la situation du Royaume-Uni). Pour une firme, la capitalisation externe, contrairement à la capitalisation interne, augmente le risque lié au vieillissement et à la diminution de ses effectifs. Mais la capitalisation interne est également soumise à des risques de liquidité, absents de la capitalisation externe, au moment du paiement des retraites. Les industries en déclin, qui subissent une diminution du ratio travailleur/retraité, connaîtront sans doute des difficultés importantes à assurer des retraites à capitalisation interne adéquates ; c'est notamment le cas en Allemagne (Frijns & Petersen, 1992) ¹⁶.

16. Andrews (1993) signale que le fonds des chemins de fers américains constitue un exemple de la situation critique dans laquelle peut se trouver le système capitalisé interne d'une industrie en déclin.

Pour ce qui concerne la réglementation des systèmes de capitalisation externe, les fonds à cotisations fixes imposent un moindre fardeau sur les entreprises que les systèmes à prestations garanties, et sont en ce sens davantage supportables – le risque pour le travailleur étant que le vieillissement démographique ne réduise les rendements sur les marchés de capitaux, et/ou, que ces derniers ne produisent pas des contributions inadéquates (Samwick & Skinner, 1993).

Quant aux fonds à prestations garanties, la capitalisation anticipée des pensions de retraite (la méthode dite de prestations projetées), comparée à une capitalisation au moment où celles-ci sont dues¹⁷ (la méthode dite des bénéficiaires capitalisés), présente l'avantage, lorsqu'il y a de nombreux retraités et peu de travailleurs, de provisionner par anticipation la charge de la maturité du plan en répartissant les coûts au cours de la durée de vie de ce dernier¹⁸ (Frijns & Petersen, 1992). Sans cette méthode, la « montée en charge » imposerait un fardeau trop important. Plus généralement, la prise en compte des obligations futures, et pas seulement des engagements actuels, permet de lisser les niveaux de contribution au fur et à mesure de la maturité du fonds, ce qui peut être préférable pour la stabilité financière du garant. Lorsque les règles de capitalisation et de fiscalité encouragent les entreprises à retarder la capitalisation, les futurs retraités courent le risque de voir les firmes estimer que, finalement, le fardeau en est trop élevé ce qui conduit à la réduction des pensions dues (Scheiber & Shoven, 1994). De nouveau, la réglementation des portefeuilles, si elle élève le coût de l'offre de retraites, peut alourdir les charges supportées par les entreprises.

L'adoption de règles de « bon père de famille », qui comportent une diversification raisonnable, présente des avantages certains en termes de taux de rendement, par rapport aux contraintes de portefeuille qui forcent les fonds à détenir des actifs dans certaines proportions (et qui imposent typiquement la détention d'une proportion élevée de titres). Davis (1997b) montre que, sur la période 1967-1990, les gains annuels des fonds de pension ayant adopté des règles de bon père de famille ont, de manière caractéristique, été supérieurs à ceux des fonds subissant des contraintes de portefeuille. Parallèlement, les estimations suggèrent qu'une hausse de 1 % du taux de rendement peut réduire la part des cotisations dans le coût du travail de 2,5 à 3 % (EFRP, 1996).

On peut également mesurer le succès global d'un système de retraites par capitalisation privées, par son aptitude à fournir une couverture complète. L'expérience enseigne ainsi que les systèmes de couverture volontaire conduisent à une concentration sur des sous-groupes de la population (hommes, cols blancs, grandes entreprises, syndiqués, etc.), ce que les systèmes obligatoires, comme en Australie, en Suisse et au Danemark, peuvent éviter. Ces derniers faciliteraient ainsi la mobilité du travail en homogénéisant les échéances et les conditions. La participation obligatoire permettrait aussi d'éviter les problèmes de sélection adverse, caractéristiques des contrats de rentes, notamment pour les retraites per-

17. Plus précisément, la définition « close » (« wind-up ») des engagements, le niveau de « solvabilité » auquel la firme peut faire face à toutes ses obligations actuelles, est connu sous le nom d'obligation de bénéfice accumulé (OBA). Les provisions anticipées pour l'augmentation des salaires jusqu'à l'âge de la retraite, normale dans un système de salaire de fin de carrière, fournissent l'obligation de bénéfice projetée (OBP). L'obligation de bénéfice indexé (OBI) suppose une indexation après la retraite (voir Bodie, 1991, pour une discussion plus approfondie de ces concepts).

18. La facilité avec laquelle les fonds reposant sur une base de bénéficiaires projetés dans les industries en déclin au Royaume-Uni (comme les charbonnages ou les chemins de fer) ont fait face à la maturité, constitue un cas intéressant.

sonnelles. On peut même soutenir que les avantages fiscaux relatifs ne sont pas nécessaires si les fonds sont obligatoires. Cependant, la participation obligatoire pourrait également avoir un effet négatif sur les entreprises, puisqu'elle leur imposerait des charges inévitables, qui pourraient affecter en retour la compétitivité internationale de l'économie. Tous ces effets justifient donc l'urgence de mesures destinées à minimiser les coûts, telles que des règles prudentielles et une gestion concurrentielle des fonds. De même, ces systèmes, qui tendent à reposer sur des cotisations fixes, imposent de ce fait aux travailleurs un risque supérieur à celui qui dériverait d'une combinaison de systèmes à prestations garanties (volontaires) et de sécurité sociale.

Conclusion

Les retraites de sécurité sociale par répartition ne sont pas sans avantage : elles peuvent par exemple contribuer à la stabilisation de la dépense des consommateurs et à l'allègement de la pauvreté. Mais leur inaptitude à faire face au vieillissement démographique, associée à leurs effets pervers sur les marchés financiers et les marchés du travail, expliquent l'intérêt croissant porté à l'alternative que représente la capitalisation des retraites. Celle-ci offre un certain nombre d'avantages, en particulier une diminution des distorsions sur les marchés et un taux de rendement plus élevé. Mais l'inaptitude de la capitalisation à opérer une redistribution, de même que des considérations de diversification du risque, justifient de conserver au moins un système minimal de répartition. Les difficultés du passage de la répartition à la capitalisation tendent également à plaider en faveur d'un basculement partiel. Cependant, on peut soutenir que la capitalisation privée est supérieure à l'accumulation publique de vastes fonds de dépôt, et que le champ offert par l'investissement international favorise la viabilité des systèmes de capitalisation. En outre, les réglementations qui régissent la capitalisation (et l'investissement des systèmes de retraite par capitalisation) peuvent avoir une influence importante sur la sécurité du revenu de retraite.

E. Ph. D.

RÉFÉRENCES

- Aaron H.J. (1966), « The Social Insurance Paradox », *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 32, pp. 371-77.
- Andrews E.S. (1993), *Private Pensions in the United States. OECD Series on Private Pensions and Public Policy*, Paris : OCDE.
- Balassa B. (1984), « The Economic Consequences of Social Policies in The Industrial Countries », *Weltwirtschaftliches Archiv*, 2/84, Kiel : Institut für Weltwirtschaft.
- Banque mondiale (1994), *Solving the Old Age Crisis*, Banque mondiale, Washington D.C.
- Besseling P.J. & R.F. Zeeuw (1993), « The Financing of Pensions in Europe : Challenges and Opportunities », *Research Memorandum* n° 111, Central Planning Bureau, Pays-Bas.
- Bodie Z. (1991), « Shortfall Risk and Pension Fund Asset Management », *Financial Analyst Journal*, mai/juin.
- Bodie Z. & R.C. Merton (1992), « Pension Benefit Guarantees in The United States ; A Functional Analysis », in R. Schmitt (ed.), *The Future of Pensions in the United States*, University of Pennsylvania Press.

- Davis E.P. (1995), *Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets, an International Perspective*, Oxford et New York, Oxford University Press, Clarendon Press.
- Davis E.P. (1996a), « Pension Fund Investments » in B. Steil (ed.), *The European Equity Markets*, Royal Institute of International Affairs, Londres.
- Davis E.P. (1996b), « The Role of Institutional Investors in The Evolution of Financial Structure and Behaviour », in M. Edey (ed.), *The Future of the Financial System ; Proceedings of a Conference*, Sydney : Reserve Bank of Australia.
- Davis E.P. (1997a), « Can Pension System Cope ? Population Aging and Retirement Income Provision in The European Union », *Special Paper*, Royal Institute of International Affairs, Londres.
- Davis E.P. (1997b), *Regulation of Pension Fund Assets*, à paraître, OCDE.
- Davis E.P. (1997c), *Private Pensions in OECD Countries, the United Kingdom*, OCDE, Paris.
- Diamond P.A. (1993), « Privatisation of Social Security ; Lessons from Chile », *NBER Working Paper* n° 4510.
- EFRP (1996), *European Pension Funds, their Impact on Capital Markets and Competitiveness*, Bruxelles : European Federation for Retirement Provision.
- Feldstein M. (1974), « Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Formation », *Journal of Political Economy*, 82, pp. 905-6.
- Feldstein M. (1977), « Social Security and Private Saving ; International Evidence in An Extended Life Cycle Model », in M. Feldstein & R. Inman (eds.), *The Economics of Public Services*, International Economic Association.
- Feldstein M. (1995a), « Social Security and Saving, New Time Series Evidence », *NBER Working Paper* n° 5054.
- Feldstein M. (1995b), « Would Privatising Social Security Raise Economic Welfare ? », *NBER Working Paper* n° 5281.
- FMI (1996), *World Economic Outlook*, mai, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Franco D. (1996), « The Taxation of Funded Pension Schemes and Budgetary Policy », *European Commission Economic Paper* n° 117, Bruxelles : Commission européenne.
- Frijns J. & C. Petersen (1992), « Financing Administration and Portfolio Management ; How Secure Is the Pension Promise ? », in *Private Pensions and Public Policy*, Paris : OCDE.
- Hagemann R.P. & G. Nicoletti (1989), « Aging Populations ; Economic Effects and Implications for Public Finance », *Department of Economics and Statistics Working Paper* n° 61, Paris : OCDE.
- Holzmann R. (1997), « On Economic Benefits and Fiscal Requirements of Moving From Unfunded To Funded Pensions », *Forschungsbericht* 9702, University of Saarland.
- James E. (1993), « Income Security in Old Age ; Conceptual Background and Major Issues », *Working Paper* n° 977, Banque mondiale, Washington D.C.
- Johnson P. (1992), « The Taxation of Occupational and Private Pensions in Europe ; The Theory and The Practice », à paraître dans J. Mortensen (ed.), *The Future of Pensions in the European Community*, published by Brassey's, Londres, pour le Center for European Policy Studies, Bruxelles.
- Lannoo K. (1996), « The Draft Pension Funds Directive and The Financing of Pensions in The EU », *The Geneva Papers*, 78, 114-26.
- Merton R.C. (1983), « On The Role of Social Security As a Mean for Efficient Risk-Sharing in An Economy Where Human Capital Is Not Tradable », in Z. Bodie, J. Shoven & D. Wise (eds.), *Financial Aspects of The US Pension System*, University of Chicago Press.
- OCDE (1993), *Pension Liabilities In the Seven Major Industrial Countries*, Paris : Organisation pour la coopération et le développement économique.

- Roseveare D., W. Leibfritz, D. Fore & E. Wurzel (1996), « Aging Populations, Pension Systems and Government Budgets : Simulation For 20 OECD Countries », *Economics Department Working Paper* n° 168, OCDE, Paris.
- Samuelson P.A. (1958), « An Exact Consumption-Loan Model of Interest With or Without The Social Contrivance of Money », *Journal of Political Economy*, 66, 467-82.
- Samwick A.A. & J. Skinner (1993), *How Will Defined Contribution Pension Plans Affect Retirement Income ?*, Mimeo, Stanford University.
- Schieber S.J. & J. Shoven (1994), « The Consequences of Population Aging on Private Pension Fund Saving and Asset Markets », *NBER Working Paper* n° 4665.
- Schlesinger H. (1985), « Die Finanzierung der sozialen Sicherheitssysteme bei geringeren wirtschaftlichen Wachstum und schrumpfender Bevölkerung », dans *Veränderungen in der Arbeitswelt und soziale Sicherung*, Band XXVIII, Verlag Chmielorz, Wiesbaden.
- Smalhout J. (1996), *The Uncertain Retirement*, Irwin, Burr Ridge, Illinois.
- Thompson L.H. (1992), *Social Security Surpluses*, New Palgrave Dictionary of Money and Finance, MacMillan, Londres.

