

Le mirage de la retraite par capitalisation – Bernard Guerrien & Rudy Bouguelli

[Publié dans Alternatives Economiques le 16 Septembre 2025](#)

Le thème de la [retraite par capitalisation](#) fait un retour en force en France, après une longue mise en veille suite à la catastrophe financière de 2008. En témoigne [la déclaration récente](#) de Marylise Léon, secrétaire générale de la CFDT – syndicat jusqu’ici très attaché à la répartition – où elle dit « *ne pas avoir de tabou* » à propos de la capitalisation.

Le débat entre les partisans et les adversaires de la capitalisation fait rage : les premiers y voyant le moyen de régler, ou d’atténuer, les problèmes soulevés par l’évolution démographique (moins d’actifs par retraité) et de procurer des capitaux pour faire face au défi climatique, renforcer notre « défense », etc. ; les seconds estimant qu’elle favorise les plus riches – une fleur de plus faite à la finance.

Un débat sans fondement, en réalité, puisque les systèmes de retraite par répartition et par capitalisation reposent sur le même principe. A tout moment, on partage le produit de la société (le « gâteau ») entre ceux qui le produisent (les actifs) et les retraités. Les modalités de ce partage peuvent varier, mais le principe demeure. Comme dans tout partage, impossible de favoriser une partie sans défavoriser l’autre. Et c’est toujours la production du moment qui est partagée : pas de téléportation de produits dans le temps ou autres fantaisies du genre.

Un partage du produit du moment entre actifs et retraités

La production d’un pays est, par définition, le fait des actifs. La question des retraites est celle du partage du produit entre actifs et retraités. Tout se ramène donc à la règle que se fixe la société concernant cette redistribution.

Dans le cas du système par répartition, la règle est clairement définie. Les actifs acceptent de donner, durant toute leur vie active, l’équivalent de $x\%$ (14 % actuellement) du produit intérieur brut (PIB), fruit de leur travail, aux retraités. Les cotisations qu’ils versent servent à financer les retraites du moment. En contrepartie, ils toucheront à leur tour une certaine part du produit lorsqu’ils seront à la retraite.

A contrario, il n’y a pas de règle préétablie dans le cas de la capitalisation. Ce qui alimente la confusion autour du fonctionnement de ce type de système. Il est en effet fréquent d’opposer capitalisation et répartition, en affirmant que les deux systèmes reposent sur des logiques différentes. L’idée étant qu’avec la capitalisation, les actifs épargnent pour leur propre retraite. Leurs cotisations ne serviraient donc pas à financer les retraites du moment, puisqu’elles seraient placées sur les marchés financiers pour « faire des petits ». Une fois arrivés à la retraite, ils pourraient vivre en puisant dans ces « réserves » qu’ils ont constituées tout au long de leur vie active.

Mais cette opposition ne tient pas. Peu importe le type de système, la logique reste la même : les retraités vivent en consommant ce que produisent les actifs du moment. Comment ?

Dans un système par capitalisation, les actifs achètent des titres financiers (actions, obligations...) qui seront revendus lorsqu’ils seront retraités – pour payer leur retraite. Leurs achats de titres en tant qu’actifs financent donc toujours les retraités du moment qui vendent des titres. A une différence près avec la répartition : la part du produit qui revient aux retraités n’est pas fixée par une règle clairement définie.

Elle dépend désormais des aléas des marchés financiers – du prix auquel les retraités parviennent à céder leurs titres. Le prix des titres varie en effet, entre le moment de leur achat (lorsqu’on est actif) et

celui de leur vente (quand on est à la retraite). Si, par exemple, le prix des titres a baissé entre ces deux moments, la part du gâteau à laquelle a droit le retraité va être (proportionnellement) inférieure à celle qu'il a cédée – inversement si le prix des titres a augmenté.

Les fonds de pension qui gèrent la capitalisation cherchent toutefois à amortir ces fluctuations, en jouant sur le fait qu'elles se compensent à peu près à long terme. Ils disposent pour cela d'une réserve de titres, à laquelle ils recourent pour que les cotisations et les prestations ne varient pas trop au cours du temps. L'objectif étant d'obtenir un résultat comparable à celui de la répartition. Mais la capitalisation est plus coûteuse, puisqu'il faut couvrir ses divers frais de fonctionnement (frais de gestion, de marketing, commissions...).

Le « million » que la répartition ferait perdre aux retraités

Ainsi, que ce soit en répartition ou en capitalisation, toute hausse (ou baisse) de la part du gâteau revenant aux retraités a pour contrepartie une baisse (ou hausse) de la part allant aux actifs. Une proposition évidente que semblent systématiquement ignorer les économistes qui cherchent à montrer que la capitalisation peut rapporter plus aux retraités que la répartition, à cotisations inchangées. Tel est le cas du [« Million perdu du retraité »](#), un exemple donné par Olivier Babeau dans son « édito éco » du 14 avril 2025 sur Europe 1.

Dans un exposé bref et percutant, le professeur de sciences de gestion à l'université de Bordeaux explique qu'un salarié au Smic aurait pu doubler sa retraite si ses cotisations, au lieu d'être « prises » par le système par répartition, avaient été placées en Bourse pendant quarante-deux ans, avec un rendement annuel « modéré » de 4 %.

Il aurait ainsi pu disposer de « plus d'un million » d'euros de capital au moment de prendre sa retraite. Avec ce million placé au taux, lui aussi « modéré », de 3 %, il aurait pu bénéficier d'une retraite mensuelle « confortable » (1 732 euros), au lieu de celle, « proche du seuil de pauvreté », que lui procure le système par répartition (925 euros). Avec, cerise sur le gâteau, « un capital de plus d'un million d'euros » laissé à ses enfants.

Voilà qui semble trop beau pour être vrai. Et ça l'est effectivement. Olivier Babeau oublie déjà de préciser que les 1 732 euros touchés mensuellement par le retraité représentent une part du gâteau produite et cédée par les actifs du moment qui est pratiquement le double de celle que cèdent les actifs en répartition (925 euros). Comme rien n'empêche que ça continue « à long terme », chaque génération d'actifs devra se serrer de plus en plus la ceinture par rapport à la précédente, afin de pouvoir lui verser des retraites de plus en plus « confortables » – en attendant d'en jouir un jour à son tour.

Une situation qui vire à l'absurde, résultant de l'hypothèse faite par Babeau d'un taux de rendement boursier moyen « à long terme » (4 %) supérieur au taux de croissance de l'économie (environ 2 %). Ce qui a pour effet inéluctable d'augmenter la part du gâteau revenant aux retraités (vendeurs de titres), au détriment de celle des actifs (acheteurs de titres).

Une situation qu'on n'observe évidemment pas – et que personne ne souhaite observer en réalité. Ce qui conduit à se demander quel a été le véritable rendement « à long terme » de la Bourse. Hendrik Bessembinder, professeur à l'université d'Etat de l'Arizona, a entrepris de [répondre à cette question](#) en se basant sur le cours mensuel des 25 967 sociétés cotées aux Etats Unis entre 1926 et 2016.

Une prime de risque concentrée sur peu de titres

Le chercheur calcule, pour chaque entreprise, le rendement de ses actions à long terme – c'est-à-dire entre le moment où elles sont émises et leur sortie de la cote (au bout de douze ans en moyenne) ou, pour celles qui subsistent, jusqu'à la date finale de son étude (2016). Il en déduit ensuite la « prime de risque » de l'entreprise, c'est-à-dire la différence entre son rendement et celui procuré par les bons du Trésor américains à un mois (le titre considéré comme le plus sûr) pendant la même période.

Il constate alors que seulement 42,6 % des sociétés cotées entre 1926 et 2016 ont eu un rendement à long terme supérieur à celui des bons du Trésor. Autrement dit, la prime de risque a été négative pour une (nette) majorité des entreprises (57,4 %). Un résultat qui s'explique, d'abord, par la forte proportion (36 %) de sociétés qui ont été sorties de la cote en raison de leur rendement faible ou négatif – les études jusqu'alors ne prenaient en compte que les seules « survivantes ».

Le plus surprenant provient toutefois de ce que le gain médian est négatif (la moitié des entreprises font une perte supérieure ou égale à 2,3 %, [une nouvelle étude](#) étendue jusqu'en 2023 et portant sur plus de 29 000 entreprises montrant même une perte médiane de 7,4 %) alors que le gain moyen est largement positif (14 787 %). Ce que Hendrik Bessembinder explique par la présence d'un très petit nombre de sociétés dont le cours en Bourse a augmenté à un rythme très élevé, voire exceptionnel, pendant un nombre significatif d'années.

Seulement 4 % des entreprises sont à l'origine de la richesse collective – la prime de risque globale – créée entre 1926 et 2016. Cette poignée de firmes aux résultats exceptionnels – dont les « sept magnifiques » de la tech des années 2010-2020 – a tiré vers le haut l'ensemble des gains, et donc le gain moyen. La probabilité de choisir une de ces entreprises avant que son cours en Bourse n'explose est, comme le dit [un compte rendu de l'étude](#) paru dans la revue *Market Watch*, « légèrement supérieure à celle de gagner au loto ».

Ces résultats – qui ont été confirmés par plusieurs études ultérieures dont [celle portant sur 64 000 entreprises](#) cotées de par le monde – portent un rude coup à la capitalisation. Comme l'explique Bessembinder, à moins d'avoir l'avantage comparatif permettant d'identifier de façon fiable à l'avance les actions « prometteuses », les investisseurs ne peuvent espérer faire mieux que les bons du Trésor à un mois. Des bons dont le rendement est, en moyenne, inférieur (d'environ 1 %) au taux de croissance de l'économie, et donc à celui de la répartition – dont les cotisations et pensions évoluent au même rythme que le produit.¹

Force des croyances et intérêts bien compris

Les prétendus avantages de la capitalisation sur la répartition ne résistent donc ni à un examen logique, ni aux données. Et pourtant, la capitalisation reste très populaire, y compris auprès de nombreux économistes. Deux raisons peuvent expliquer un tel comportement : l'une d'ordre « psychologique », l'autre plutôt « terre à terre ».

La raison d'ordre « psychologique » se situe au niveau de la croyance profondément ancrée en finance que des placements diversifiés en Bourse peuvent rapporter plus que des titres sûrs – tels les bons du Trésor – à condition d'être patient. Une croyance apparemment confirmée par le fait que le taux de

¹ La part restante de l'augmentation du gâteau allant, dans le cas de la capitalisation, aux « découvreurs » de nouveaux produits ou aux « innovateurs » à l'origine des entreprises aux rendements exceptionnels, ainsi qu'à tous ceux qui ont eu la chance d'acheter leurs actions au bon moment. Comme à la loterie...

croissance de la Bourse, dans son ensemble, est supérieur au taux des titres sûrs et qu'un portefeuille d'actions diversifié permet de bénéficier de ce résultat.

A tort, puisque cette prime se concentre sur un très petit nombre d'entreprises. Ce que, selon Bessembinder, les investisseurs ignorent ou ne voient pas. Ils continuent donc à raisonner sur des moyennes arithmétiques, entretenant ainsi l'idée que la capitalisation rapporte plus que la répartition.

A cette explication fondée sur une croyance erronée s'ajoute une autre, plus « terre à terre », qui explique l'attrait de la capitalisation. Elle vise à faire accepter l'inévitable augmentation des cotisations nécessitée par l'évolution démographique, en expliquant que l'argent prélevé, plutôt que d'être « pris » par la répartition, sera « placé » entre des mains expertes qui le feront fructifier, pour aboutir à un joli petit magot au moment de la retraite. Donnant le sentiment au cotisant d'être partie prenante.

Sans oublier le frisson que procure la perspective de faire un gain en plus de ce qui est normal, même si on sait qu'il est très aléatoire. Un gain qui est certain, en revanche, pour les fonds de pension, sous la forme de commissions prélevées, quels que soient les résultats des services rendus...