

Retraite par capitalisation : la nécessaire prise en compte du contexte budgétaire et politique

Société

Par Eric Weil

Publié le 30 mai 2025

Ancien conseiller ministériel, spécialiste des retraites

Il est salubre de faire vivre le débat sur les grandes réformes que le pays devra engager au cours des prochaines années. À cet égard, la discussion que Bertrand Martinot et Eric Weil ont entamée sur l'introduction d'une dose de retraite par capitalisation dans notre système de retraite fait œuvre utile. A travers ce débat, chaque citoyen peut appréhender les principaux enjeux liés à cette question et se forger sa propre opinion. L'échange se poursuit ici dans cet esprit de conversation lucide et informée.

Cet article est une réponse à la note de Bertrand Martinot

Sur l'intérêt que représenterait à terme la capitalisation dans notre système de retraite,

Bertrand Martinot et moi nous rejoignons : bien dosée et encadrée, elle peut contribuer à redresser le rendement décroissant du système par répartition et doter le pays de capacités d'investissement accrues. Nous divergeons néanmoins sur l'ampleur des bénéfices attendus. Comme je l'ai souligné dans ma note précédente, le rendement du capital est lui aussi sensible au vieillissement démographique. Cette sensibilité impose d'investir une large part hors des frontières françaises pour espérer un rendement nettement supérieur à celui du système par répartition. Cette contrainte limite d'autant la possibilité de soutenir directement notre économie nationale. Bertrand Martinot le reconnaît d'ailleurs, en estimant que seulement 15 à 20 % des fonds seraient investis dans les entreprises françaises – ce qui implique que 80 à 85 % le seraient à l'étranger.

Le débat entre nous porte surtout sur l'opportunité, tant budgétaire que politique, de lancer aujourd'hui une réforme visant à ajouter un pilier par capitalisation au système de retraite français. Pour rappel, passer d'un régime entièrement fondé sur la répartition à un modèle mixte implique, pendant toute la période de transition (d'une durée totale d'environ 80 ans), une double contribution des actifs : une fois pour leur propre retraite (dans le cadre de la capitalisation) ; une autre pour celle de leurs aînés (dans le cadre de la répartition). Ainsi, sans prendre en compte d'éventuelles mesures d'amorçage, viser une part modeste de capitalisation – représentant à terme seulement 10 % à 15 % des dépenses de retraite pour les salariés du secteur privé –, nécessiterait d'injecter environ 20 Md€ de plus chaque année dans le système, en plus des quelque 400 Md€ déjà consacrés aux retraites en France. Ce surcoût s'atténuerait très progressivement à mesure que les

prestations versées par le nouveau régime se substitueraient à celles issues de la répartition. Et ce n'est qu'au bout de 30 à 40 ans minimum que la transition pourrait finir par générer des gains nets, à condition que les rendements attendus de la capitalisation soient bel et bien au rendez-vous. D'ici là, la facture totale atteindrait entre 300 Md€ et 400 Md€ !

En dépit de ces ordres de grandeur, Bertrand Martinot propose d'engager une réforme visant à ce qu'à l'horizon de 80 ans, un tiers des dépenses de retraite du privé soient issues de la capitalisation. Pour financer la transition, il envisage de mobiliser conjointement trois leviers^① :

- *Le transfert des réserves existantes du Fonds de réserve pour les retraites et de l'Agirc-Arrco (environ 100 Md€) : comme je l'ai déjà écrit, indépendamment des considérations juridiques et politiques, cette opération « déshabillerait Paul pour habiller Jacques ». Ces réserves, déjà investies, ont en effet vocation à être un jour mobilisées sous forme de baisses de cotisations ou de pensions supplémentaires, notamment en cas de crise économique. Autrement dit, les utiliser pour accélérer la montée en charge d'un régime par capitalisation réduirait dans le même temps les ressources du système existant. Sur le plan des finances publiques, un tel transfert ne réduirait donc pas le coût de la transition. Il n'y a pas d'argent magique !*
- *Un achat par l'Etat d'actions du SBF 120 pour 200 Md€ à l'horizon 2035 : l'État ne disposant pas des fonds nécessaires (avec un déficit public qui avoisine déjà les 6 % du PIB), il faudrait alors recourir à un endettement accru – d'une vingtaine de milliards par an pendant 10 ans – alors que la menace d'une crise financière pèse sur la France, dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt sur la dette ;*

- *Enfin, une réduction drastique des dépenses du système actuel atteignant environ 80 Md€ par an d'ici 2035. À titre de comparaison, la réforme de 2023 (« réforme Borne ») permettra d'ici 2030 de générer 13 Md€ d'économies annuelles pour le système de retraite². Pour atteindre 80 Md€, Bertrand Martinot propose des mesures aussi impopulaires que le passage de l'âge du taux plein à 67 ans dans les régimes complémentaires, la restriction à la validation des trimestres passés au chômage, la suppression du « dispositif carrières longues » au niveau national ou encore la sous-indexation des pensions de retraite de 1 % à 1,5 % chaque année, pendant dix ans³. Bien que certaines de ces propositions puissent se justifier (notamment celles qui sollicitent une contribution des retraités actuels), l'ampleur de l'effort, sans précédent, nous semble politiquement irréaliste compte tenu de l'extrême sensibilité du sujet. Les événements politiques des dernières années en témoignent : l'adoption au forceps de la « réforme Borne » ou, plus récemment, la chute du gouvernement Barnier, provoquée par une revalorisation moindre des pensions les plus élevées, pour une année seulement... Il nous est donc permis de douter de l'acceptabilité politique d'un tel cocktail de mesures – dont certaines toucheraient durablement l'électorat incontournable des retraités –, même si les économies ainsi générées étaient explicitement fléchées vers l'abondement d'un nouveau régime par capitalisation⁴. Cette donnée ne saurait toutefois justifier l'immobilisme : il faudra, dans les années à venir, contenir les dépenses de retraite, par rapport à leur trajectoire actuelle. Encore faudra-t-il que ces efforts soient dosés et ciblés, faute de quoi ils risqueraient d'être rejetés en bloc. Parmi les pistes à creuser figurent : une hausse de la CSG pour les retraités aisés ; l'interdiction de revaloriser les pensions à un rythme supérieur à celui des salaires – comme ce fut pourtant le cas en 2023 et 2024 ; l'intégration de la*

dégradation démographique dans la formule de revalorisation des pensions⁵ ; ou encore des incitations à prolonger l'activité, via une moindre générosité des paramètres du système⁶.

Quoi qu'il en soit, un redressement budgétaire s'imposera dans les prochaines années, qu'il procède de la volonté politique ou d'une pression extérieure, et devra atteindre plus 100 Md€ par an dans les dix prochaines années⁷. Il faudra donc faire des choix. Dans ce contexte, est-il réellement opportun – voire simplement possible – d'engager une réforme entraînant plusieurs dizaines de milliards d'euros de dépenses supplémentaires par an, au risque d'alourdir d'autant l'effort budgétaire par ailleurs⁸ ? Si des mesures de baisse des dépenses de retraite étaient engagées, ne vaudrait-il pas mieux consacrer en priorité les économies réalisées à la réduction du déficit, ou les réinvestir dans des secteurs d'avenir aux besoins de financement urgents (transition écologique, défense, éducation, etc.) plutôt que dans une transition dont les bénéfices ne se manifesteraient qu'à (très) long terme ? Le débat mérite au moins d'être posé, avant d'être tranché.

C'est en prenant en compte à la fois les avantages des régimes par capitalisation et la forte contrainte budgétaire qui pèse actuellement sur nos finances que nous proposons, dans notre dernier papier, une solution réaliste : réorienter une part significative de l'épargne salariale existant vers des plans d'épargne retraite collectifs. Une telle réforme permettrait, à terme, de financer entre 5 % et 10 % des dépenses de retraite du secteur privé via la capitalisation, tout en restant neutre à la fois pour le coût du travail et pour les finances publiques. Bertrand Martinot a raison de souligner qu'il ne s'agirait pas d'introduire un véritable pilier de capitalisation intégré au système de retraite, car cette mesure ne s'appliquerait pas de manière obligatoire à tous les actifs. Cela dit, elle démocratiserait largement la souscription à ces produits en s'imposant à l'ensemble des salariés concernés par un dispositif

d'épargne salariale, soit plus de la moitié d'entre eux. À ce jour, cette proposition laisserait de côté une part non négligeable de salariés – principalement ceux des petites entreprises^{9 10}. On peut toutefois tabler sur une extension croissante des dispositifs de partage de la valeur, en ligne avec les tendances observées ces dernières années. L'obligation, depuis début 2025, pour les entreprises de plus de dix salariés réalisant un bénéfice, de les mettre en place constitue un levier important en ce sens. Ajoutons, enfin, que la question de l'équité en matière de retraite ne saurait se limiter à celle de la couverture par un régime en capitalisation. Le système actuel comporte déjà une forte dimension redistributive¹¹, qu'il conviendrait cependant de renforcer, notamment au profit des femmes et des assurés aux carrières les plus heurtées. C'était tout l'intérêt du système universel à points proposé par le gouvernement en 2019/2020, dont il serait souhaitable de raviver l'ambition.

Notes

- ① Bertrand Martinot, « Retraites : optimiser les dépenses, introduire une part de capitalisation », Fondapol, Mars 2025.
- ② Source: Rexecode.
- ③ Pour plus de détails, lire : Bertrand Martinot, *Op. cit.*
- ④ Un pays a financé un passage de la répartition à la capitalisation en imposant, entre autres, une réduction drastique des dépenses : il s'agit du Chili, dans les années 1980, sous la dictature de Pinochet. Un exemple historique dont la France ne peut, bien évidemment, s'inspirer.
- ⑤ Comme en Allemagne ou à l'Agirc-Arrco, de 2019 à 2023 : ce régime revalorisait alors la valeur de service

du point en fonction de la croissance des salaires, minorée d'un « coefficient de soutenabilité » de 1,16 %.

- ⑥ Ces mesures mériteraient par ailleurs d'être développées ; ce n'est pas l'objet du présent article.
- ⑦ Plus précisément de 112 Md€ par an d'ici sept à douze ans (Source : Conseil d'Analyse Economique).
- ⑧ La question de l'opportunité de l'introduction d'une dose de capitalisation pourra se reposer plus tard, dès lors que le déficit budgétaire sera à nouveau sous contrôle, et que les taux d'intérêt sur la dette française seront redescendus, offrant ainsi des marges de manœuvre budgétaires plus importantes.
- ⑨ Dares, *L'épargne salariale en 2023*, mai 2025.
- ⑩ Comme le souligne justement Bertrand Martinot dans son article.
- ⑪ L'écart de niveau de vie entre les 10 % des retraités les plus riches et les 10 % les plus pauvres est inférieur à trois (il est légèrement supérieur à trois pour les actifs[11]), ce qui se traduit par des taux de remplacement par rapport au dernier salaire d'autant plus élevés que les revenus d'activité sont faibles : celui d'un cadre du privé partant au taux plein est de 53 %, contre 76 % pour un non-cadre (source : COR)