



RÉFORME DES RETRAITES, MARCHÉS FINANCIERS ET INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE : LES AFFINITÉS ÉLECTIVES

FRÉDÉRIC GONAND *

Un développement raisonnable des régimes de retraite par capitalisation est souhaitable en France pour au moins deux raisons. La première est que, même en l'absence de tout phénomène de vieillissement, le développement d'une épargne à long terme contribuerait utilement à limiter la sous-capitalisation actuelle de notre économie et permettrait d'abaisser le coût du capital pour les entreprises. La seconde est qu'il s'avère préférable de réformer les retraites par répartition en actionnant simultanément plusieurs leviers (redressement de l'âge de la retraite en premier lieu et fléchissement modéré du taux de remplacement stimulant efficacement l'épargne-retraite individuelle).

Cet article décrit les mécanismes économiques impliqués par une réforme des retraites raisonnable (*i.e.*, qui refuse de laisser s'envoler les taux de cotisations sociales) et analyse plus particulièrement son impact sur la montée en charge des placements financiers à long terme. Au cours des prochaines décennies, une tendance structurelle à l'augmentation du capital accumulé par individu devrait, en effet, être observée, dont le partage entre actions et produits de taux est cependant difficile à préciser. Dans ce contexte, l'Investissement socialement responsable (ISR) trouve naturellement toute sa place en tant qu'investissement à long terme par excellence. Le vieillissement démographique devrait donc favoriser de façon significative le développement de ces véhicules d'investissement.

* Laboratoire d'Économétrie de l'École Polytechnique (X/CNRS). L'auteur remercie Carlos Pardo (AFG).



*L'AUGMENTATION DE LA POSSESSION
D'ACTIFS FINANCIERS À LONG TERME, ENTRE NÉCESSAIRE
RÉFORME DES RETRAITES ET RÉDUCTION SOUHAITABLE
DE LA SOUS-CAPITALISATION FRANÇAISE*

Confrontés à l'envolée des dépenses de retraite par répartition, les pouvoirs publics peuvent soit accepter de les financer intégralement, soit décider de contenir leur montée en charge. Dans les deux cas, les gouvernements ne peuvent pas tergiverser et sont contraints de mettre en œuvre des réformes (à la différence, par exemple, du problème du chômage).

La question se pose alors de définir les caractéristiques d'une réforme des retraites à la fois efficace et équitable. Une réforme est ici réputée relativement efficace si elle se traduit par un impact favorable sur la croissance par rapport à un scénario où les régimes de retraite sont maintenus à l'équilibre par des augmentations de cotisations sociales. Une réforme relativement efficace est réputée d'autant plus équitable qu'elle diminue les inégalités de bien-être entre générations.

En ce qui concerne l'efficacité, les modèles académiques suggèrent, au premier abord, que si les taux d'intérêt à long terme sont durablement supérieurs au taux de croissance potentiel, seuls les dispositifs par capitalisation sont soutenable et permettent d'améliorer le bien-être. L'émergence d'arguments favorables à la capitalisation à partir des années 1980 est ainsi à mettre en relation avec la décélération de la population active à partir des années 1980 et le redressement sensible des taux d'intérêt réels au cours de la même période.

Le passage de la théorie à la réalité économique est cependant assez complexe. Il serait imprudent de tirer de l'écart entre taux d'intérêt et croissance potentielle une recommandation manichéenne de politique économique. L'évolution future exacte de cet écart demeure incertaine. Le taux futur de progrès technique est difficile à prévoir et l'existence d'effet de structure (de type Baumol) lié au développement des services pourrait exercer un impact défavorable non négligeable. Par ailleurs, le vieillissement devrait peser sur le niveau des taux d'intérêt à long terme. La décélération de la population active contribue, en effet, à un redressement significatif du capital par tête et donc à une pression à la hausse sur les prix des actifs et à la baisse sur les taux. L'OCDE estime que l'impact sur les taux à long terme ainsi imputable au vieillissement serait compris entre 50 pdb et 100 pdb d'ici 2030 environ (Oliveira Martins *et al.*, 2005).

Le développement de dispositifs par capitalisation sur une grande échelle serait efficace selon cette même étude, mais il soulèverait d'importants problèmes d'équité intergénérationnelle. Un dévelop-



pement de l'épargne par capitalisation exclusivement déclenché par une baisse du montant des retraites par répartition des futurs retraités se traduirait pour les 40-60 ans par un fléchissement sensible du rendement actuariel des régimes obligatoires (de l'ordre de - 1 % par rapport à une réforme se limitant à augmenter les cotisations sociales)¹.

De fait, un choix exclusif en faveur du développement de la capitalisation ne semble pas constituer une option de premier rang pour la réforme des retraites en France. Selon l'étude précitée de l'OCDE, l'augmentation de l'âge effectif moyen de départ à la retraite serait tout aussi efficace qu'un développement des fonds de pension. En outre, elle serait plus équitable car elle limiterait sensiblement les pertes de bien-être des générations les plus touchées par sa mise en œuvre. En cas de hausse de l'âge de départ à la retraite, aucune génération ne serait vraiment favorisée au détriment d'une autre. Le coût de la réforme serait réparti sous forme d'une durée d'activité légèrement plus longue pour toutes les générations vivantes et futures.

Un gouvernement sensible au taux de croissance à long terme de l'économie mais aussi aux inégalités intergénérationnelles devrait donc choisir de concentrer ses efforts sur l'augmentation de l'âge effectif de départ à la retraite.

Un développement maîtrisé des dispositifs par capitalisation dans le cadre de la réforme des retraites demeure cependant souhaitable à titre complémentaire en France comme dans la plupart des pays développés. En premier lieu, il permettrait de tirer profit de complémentarités avec la réforme relevant l'âge de la retraite. L'étude précitée de l'OCDE suggère qu'une mise en œuvre simultanée des deux réformes (développer graduellement la capitalisation et augmenter l'âge de départ à la retraite) amortirait une bonne partie de l'impact défavorable du vieillissement sur la croissance potentielle. Elle apporterait dans le même temps une réponse adaptée à la sous-capitalisation actuelle de l'économie française. Dans une économie sous-capitalisée, une augmentation de l'épargne à long terme (au détriment du stock d'épargne liquide, donc à taux d'épargne global inchangé) soutient durablement et significativement la consommation et le bien-être futurs. Une réorientation de l'épargne des ménages vers des produits à long terme liés à la préparation de la retraite permettrait de tirer profit du rendement élevé des actions sur un horizon de long terme et de réduire leur taux d'épargne à richesse inchangée. Elle favoriserait aussi un financement à long terme des entreprises moins onéreux et plus abondant (Gonand, 2003).

Le développement de dispositifs par capitalisation aujourd'hui en France serait donc mécaniquement bénéfique pour la croissance potentielle. L'étude précitée de l'OCDE suggère que l'impact défavorable du



vieillesse sur la croissance du PIB par tête (environ - 0,6 % par an à l'horizon 2020-2030 si seules les cotisations sociales sont ajustées à la hausse) serait à moitié compensé par un développement à grande échelle de la capitalisation, et compensé aux deux-tiers en cas d'augmentation de l'âge de départ à la retraite couplée avec un repli modéré du taux de remplacement renforçant l'épargne retraite privée. Les éventuels risques systémiques ou d'amplification de chocs que le développement de dispositifs par capitalisation peut comporter sont par ailleurs maîtrisables. C'est notamment ce que suggèrent certaines réglementations américaines passées relevant temporairement le taux d'actualisation des passifs futurs des fonds de pension à prestations définies (Gonand, 2004).

*UNE TENDANCE STRUCTURELLE À L'AUGMENTATION
DU CAPITAL ACCUMULÉ PAR INDIVIDU DONT LE PARTAGE
ENTRE ACTIONS ET PRODUITS DE TAUX EST DIFFICILE
À PRÉCISER*

Dans ce contexte de réformes favorisant l'émergence d'un financement mixte des retraites, le comportement individuel moyen d'accumulation du capital est amené à connaître des évolutions sensibles. Le capital moyen accumulé par individu devrait se redresser au cours des prochaines décennies sous l'effet de plusieurs facteurs.

Le premier est directement lié à l'augmentation de l'âge de l'individu moyen. Tant que l'essentiel des *baby-boomers* demeure dans la population active, leur vieillissement se traduit par un impact favorable sur le taux d'épargne agrégé. L'effet devient opposé à partir de la montée en charge des départs à la retraite des *baby-boomers*, soit au cours des 5 à 10 prochaines années en France. Il reste donc quelques années (peu nombreuses) au cours desquelles l'augmentation du capital moyen par individu devrait se poursuivre uniquement en lien avec un effet d'âge. Hélas, cet effort d'épargne est pour le moment dirigé pour une bonne part en France vers des produits très liquides qui ne financent pas les retraites futures.

Le second facteur de redressement du capital accumulé par ménage est lié au développement graduel des dispositifs par capitalisation. Comme indiqué ci-dessus, ce développement ne sera significatif que si le taux de remplacement moyen des régimes par répartition est revu (un peu) à la baisse sous une forme ou sous une autre. Les petits artifices fiscaux très coûteux que les pouvoirs publics ont mis en place pour encourager l'épargne à long terme depuis plusieurs années se sont surtout traduits par des effets d'aubaine (Yoo et Serres, 2004) et la réorientation de la structure de l'épargne des ménages français n'a en



conséquence pas été très sensible. Un développement vraiment significatif de l'épargne retraite privée à taux d'épargne global inchangé (donc impliquant une réorientation de l'épargne du court vers le long terme) ne peut provenir que d'une moindre générosité des régimes par répartition, qui seule peut inciter efficacement les ménages à épargner davantage pour financer leur période de retraite².

Un troisième facteur contribuant à la probable tendance future à la hausse du capital moyen accumulé est lié à la réforme augmentant l'âge de départ à la retraite. En augmentant la période de préparation de la retraite, cette réforme ne se traduit certes pas par un impact sur l'effort d'épargne individuelle aussi sensible que dans le cas d'un développement rapide des fonds de pension. Mais en allongeant la période d'épargne, elle relève aussi le niveau du capital accumulé au moment du départ en retraite. L'effet net sur le capital accumulé entre un moindre surcroît de taux d'épargne et une période d'accumulation plus longue serait légèrement positif selon l'étude précitée de l'OCDE. Par ailleurs, l'augmentation optimale de l'âge de la retraite nécessaire pour maintenir à l'équilibre le régime par répartition diffère de l'augmentation de l'espérance de vie. Le redressement optimal est tel que le rapport entre la période de retraite et la période d'activité demeure constant dans un contexte d'allongement de la longévité. Par conséquent, même si l'âge effectif moyen de départ à la retraite est relevé, la durée moyenne de la période de retraite devrait s'allonger aussi au cours des prochaines décennies. Cette évolution justifie en soi un effort d'épargne retraite individuelle plus important - surtout si le taux de remplacement des régimes par répartition est revu à la baisse.

Un quatrième facteur qui suggère une augmentation structurelle du niveau de capital accumulé par ménage au moment du départ en retraite résulte de l'incertitude sur la date de décès et l'absence de marché efficace pour les rentes viagères. La fraction de la population confrontée à une incertitude significative quant à sa probabilité de décès va graduellement augmenter³. Cette incertitude quant à la probabilité de mourir, qui est une incertitude sur la probabilité de survie, se traduit par une épargne de précaution. Cette épargne de précaution est sous-optimale : en information parfaite, la consommation serait plus élevée et la croissance économique aussi⁴.

Au total, le processus de vieillissement démographique et ses interactions avec la réforme des régimes de retraite devraient se traduire par une montée en charge des placements financiers des ménages à long terme. L'impact sur la croissance de cette évolution structurelle serait favorable et gagnerait donc à être encouragé par les pouvoirs publics.

L'effet de ces évolutions sur le partage optimal entre actions et



obligations n'est, en revanche, pas très clair. En particulier, l'incertitude demeure importante sur la question des liens entre stratégies de portefeuille et âge moyen d'une population. Ces liens sont complexes et encore mal établis - alors même que les enjeux sont du premier ordre pour l'évolution future des marchés financiers.

D'un point de vue théorique, le modèle d'allocation d'actifs de Samuelson (1969) suggère que l'âge n'a aucun effet sur la composition du portefeuille optimal d'un ménage. Ce résultat dépend néanmoins d'hypothèses très fortes.

En particulier, une prise en compte de la valeur actualisée des revenus du travail comme composante de la richesse totale modifie sensiblement ses conclusions (Jagannathan et Kocherlakota, 1996). La valeur actualisée des revenus futurs du travail peut être interprétée comme constituant une composante non financière du patrimoine total. Au cours de la vie, la valeur de ce capital non-financier décroît. Dans le même temps, le capital financier augmente car le taux d'épargne se redresse au cours de la vie active. Si l'aversion pour le risque demeure constante au cours du temps, la fraction de la richesse totale investie en actifs risqués doit elle aussi rester constante. Par conséquent, il est optimal que la fraction du capital financier investie en actifs risqués se replie à partir d'un certain âge. Cet âge est nécessairement inférieur à celui du départ en retraite, qui correspond à un capital non financier devenu nul. Le modèle de Jagannathan et Kocherlakota emporte des conséquences importantes. Selon ce schéma, l'augmentation de l'âge moyen devrait se traduire par un mouvement structurel de substitution des produits de taux au détriment des actions.

Des considérations complémentaires sont néanmoins susceptibles de remettre en cause ce résultat. Dans la mesure où les retraités ne sont plus confrontés à l'incertitude sur leurs revenus futurs du travail, ils pourraient aussi être prêts à se repositionner préférentiellement sur des produits plus risqués en actions après leur départ en retraite (cf. Gollier et Zeckhauser, 2002 ; Bommier, 2004 ; Bommier et Rochet, 2004).

Au total, la littérature théorique n'est pas encore consensuelle aujourd'hui sur la question de l'impact de l'âge sur les stratégies de portefeuille.

La littérature empirique ne fournit pas davantage d'aperçu précis et fiable. La part de la richesse financière d'un individu détenue en actions à une année donnée est susceptible de dépendre de son âge, de sa cohorte d'appartenance et de l'histoire financière qui lui est associée sur les marchés. Ces trois facteurs sont bien sûr interdépendants et les travaux économétriques en la matière doivent faire face à un sérieux problème d'identification (Poterba, 2004). Sur données américaines, Ameriks et



Zeldes (2004) suggèrent que la part de la richesse financière investie en actions pourrait rester constante au cours de la vie. Ce résultat a aussi été obtenu pour d'autres pays (*e.g.* Sanroman, 2002).

L'impact du vieillissement sur le partage entre actions et obligations dépend aussi probablement de l'environnement institutionnel, mais ce sujet demeure encore aujourd'hui peu exploré.

L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE : L'INVESTISSEMENT À LONG TERME PAR EXCELLENCE

Le contexte de la réforme des retraites et du vieillissement démographique va probablement souffler le vent en poupe de l'Investissement socialement responsable (ISR). Certes, l'accroissement du volume des capitaux placés par les ménages sur les marchés financiers devrait en soit augmenter le montant des capitaux « éthiquement sensibles ». Et la vogue des certifications, en particulier dans le domaine des relations sociales et de la gouvernance d'entreprise, pourrait se traduire par des mécanismes auto-réalisateur pénalisant de plus en plus les « mauvais canards ».

Mais le point essentiel réside probablement dans le fait que la logique de l'ISR est une logique de long terme. Elle semble donc tout à fait adaptée aux évolutions structurelles liées à la réforme des retraites et au vieillissement.

Au risque d'ajouter aux définitions ou descriptions déjà nombreuses d'une notion financière encore mal circonscrite, il nous paraît ici utile et fructueux de voir dans l'ISR une forme de stratégie d'investissement de portefeuille à long terme. La plupart, si ce n'est la totalité, des critères spécifiques communément retenus par un ISR sont liés à l'existence de risques pour la rentabilité de l'entreprise qui sont faibles voire négligeables à court terme mais probablement pas à long terme. L'activité des pouvoirs publics, plus ou moins guidée par celles des groupes de pression, est en particulier susceptible de se traduire par des réglementations plus contraignantes dans des secteurs d'activités considérés comme problématiques. Le risque financier induit est d'autant moins négligeable que l'horizon de placement est long. Or, la nature même des considérations « socialement responsables » les inscrit dans une perspective de long terme.

Le cas des préoccupations environnementales constitue un bon exemple. L'analyse économique suggère que l'optimum est atteint lorsque les externalités négatives liées aux activités polluantes sont mises à la charge de l'entreprise polluante. C'est le principe pollueur-payeur. Consensuel en théorie, sa mise en œuvre concrète est encore imparfaite, mais n'en fait pas moins peser une hypothèque structurelle



sur la rentabilité à long terme des entreprises polluantes. La prise en compte de cette information dans une stratégie de portefeuille à long terme relève alors de la rationalité financière la plus traditionnelle.

La nature du régime politique des États sur le territoire desquels une entreprise peut être amenée à développer ses activités constitue un autre facteur de risque difficile à négliger à long terme. Les stratégies de pressions diplomatiques sur des régimes perçus comme problématiques peuvent prendre la forme de sanctions économiques dont le coût pèse directement sur les entreprises travaillant dans ces États. La nature du régime et le contexte historique et culturel peuvent aussi être à l'origine d'une instabilité politique et sociale naturellement préjudiciable à la bonne marche des affaires. L'actualité récente prouve que ces risques sont bien réels et ne peuvent pas être plus ignorés par un gestionnaire à long terme que par un investisseur ISR.

L'état des relations sociales au sein de l'entreprise, s'il est dégradé, constitue aussi un facteur de risque à long terme pour la rentabilité financière de l'entreprise. La théorie économique (Stiglitz, Leibenstein...) a montré que les relations entre employeurs et salariés ne peuvent être comprises de façon adéquate par le prisme exclusif des mécanismes de marché. Il peut ainsi s'avérer rationnel pour un entrepreneur de chercher à conserver les employés dont il a investi dans la formation et qui possèdent un capital humain spécifique adapté aux besoins de son entreprise en adoptant des mesures salariales ou professionnelles que n'aurait pas suggéré une perspective financière de court terme. Plus généralement, l'existence de mouvements sociaux, de congés maladie, d'absentéismes... liés à une gouvernance sociale défectueuse pèse sur la structure de coût de l'entreprise. La rentabilité financière à long terme, qui pondère ces risques par leur probabilité d'occurrence, s'en trouve mécaniquement diminuée.

Il n'est pas jusqu'aux motivations éthiques en apparence les plus éloignées des considérations financières à court terme qui ne pourraient être valablement prises en compte par un gestionnaire de portefeuille à long terme. Ainsi, la vivacité du débat public et du lobbying aux États-Unis sur les questions relatives à la bioéthique se traduisent par des campagnes visant à modifier l'image des entreprises fabricant des produits non éthiques, et par des évolutions dans les grandes orientations retenues par les pouvoirs exécutif ou judiciaire. Une perspective rationnelle de placement à long terme ne peut ignorer l'existence de tels facteurs sociaux et de leur impact économique et financier.

*CONCLUSION :
L'ISR EST SOLUBLE DANS LA RÉFORME DES RETRAITES
ET RÉCIPROQUEMENT*

Des affinités électives semblent donc appelées à rapprocher la réforme des retraites, le développement des placements à long terme et l'ISR au cours des prochaines décennies. Elles suggèrent ainsi la possibilité d'une évolution endogène du capitalisme financier qui deviendrait plus favorable à une perspective de long terme sans déroger au principe de rationalité parfois exagérément court-termiste des investisseurs.

NOTES

1. Pour les 20-40 ans, le rendement actuariel serait pratiquement identique que la réforme des retraites augmente le taux de cotisations sociales ou diminue le montant des futures pensions de retraite. Les jeunes cohortes tireraient, en effet, profit sur la totalité de leur période d'activité de l'absence de redressement des prélèvements obligatoires dans le scénario avec baisse de la générosité des régimes par répartition. Ces résultats sont issus d'une thèse en cours de rédaction à l'École Polytechnique sur l'impact de la réforme des retraites sur la croissance et les effets redistributifs.

2. Pour donner un ordre de grandeur, et sachant que le taux de remplacement moyen des régimes obligatoires en France est aujourd'hui de l'ordre de 62 %, diverses simulations de l'OCDE suggèrent qu'une réforme des retraites associant hausse de l'âge de la retraite et développement de dispositifs par capitalisation se traduirait par un fléchissement du taux de remplacement de l'ordre de 10 points de pourcentage à l'horizon 2020-2025. Ce type de réforme ne constituerait pas une mesure extraordinairement nouvelle en France. La loi de 1993 désindexant les pensions de retraite par rapport aux salaires pour ne maintenir qu'une indexation sur l'inflation s'est déjà traduite par une baisse de la générosité du régime général.

3. La probabilité de décéder est très faible entre 30 et 50 ans, même si elle augmente de façon exponentielle avec l'âge, selon la loi de Gompertz. Elle atteint des niveaux plus importants après 60-70 ans. À titre d'ordre de grandeur, la probabilité de décéder dans les 12 mois pour une personne âgée entre 70 et 75 ans est de l'ordre de 10 %.

4. Les rentes viagères offrent la possibilité pour les ménages de transférer ce risque aux assureurs et d'augmenter ainsi leur bien-être. Malheureusement, les phénomènes d'asymétries d'information nuisent structurellement à l'efficacité du marché des rentes viagères. Les politiques adaptées dans ce contexte semblent notamment inclure le caractère obligatoire des sorties en rente dans les produits par capitalisation et l'utilisation de tables de mortalité différentes selon les sexes. Sur une évaluation des gains théoriques en bien-être liés à l'achat d'une rente viagère même actuariellement non neutre, et les implications de politique économique (Gonand, 2005).

BIBLIOGRAPHIE

- AMERIKS J. et SZELDES S. (2004), « How Do Household Portfolio Shares Vary With Age? », *mimeo*.
- ANTOLIN P., DE SERRES A. et DE LA MAISONNEUVE C., (2004), « Long-term budgetary implications of tax-favoured retirement plans », *OECD Economics Department Working Paper*, 393.
- BOMMIER A. et ROCHET J.-C. (2004), « Risk aversion and planning horizon », *mimeo*.
- BOMMIER A. (2004), « Valuing life under the shadow of death », *mimeo*.
- GOLLIER C. et ZECKHAUSER R. (2002), « Time horizon and portfolio risk », *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 24, N° 3.
- GONAND F. (2003), « Le faible contenu en actions de l'épargne des ménages français pèse sur son rendement : une comparaison avec les États-Unis », DP - *Analyses économiques*, 2.
- GONAND F. (2004), « Fonds de pension américains : une évaluation du risque macroéconomique », *Revue d'économie financière*, 75.
- GONAND F. (2005), « The aggregate and structural impact of ageing on financial markets : some quantitative assessments », *Financial Markets Trends*, 89.
- JAGANNATHAN R. et KOCHERLAKOTA N. (1996), « Why Should Older People Invest Less in Stocks Than Younger People? » *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, summer.
- OLIVEIRA MARTINS J., GONAND F., ANTOLIN P., DE LA MAISONNEUVE C. and YOO K. (2005), « The impact of ageing on demand, factor markets and growth », *OECD Economics Department Working Paper*, 420.
- POTERBA J. (2004), « The Impact of Population Ageing on Financial Markets », *NBER Working Paper*, N° 10851
- SAMUELSON P. (1969), « Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming », *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 51(3).
- SANROMAN G. (2002), « A discrete choice analysis of the household shares of risky assets », *mimeo*.
- YOO K.-Y. et A. DE SERRES (2004), « Tax treatment of private pension savings in OECD countries and the net tax cost per unit of contribution to tax-favoured schemes », *OECD Economics Department Working paper*, 406.