

AVANT PROPOS

MARC-ANTOINE KLEINPETER ET OLIVIER ROBERT DE MASSY

ASSOCIATION FRANÇAISE DES BANQUES

Le débat sur les retraites a rebondi en France à la suite de la publication des projections de l'équilibre financier du système de retraite. Bien que toute projection opère nécessairement dans un cadre simplifié, les travaux exploratoires ont permis d'établir plusieurs constats robustes :

- l'origine de la déformation des transferts futurs entre actifs et inactifs est essentiellement démographique. Les démographes ont montré que l'accroissement de la part des personnes âgées dans la population totale ne tient pas tant à une baisse de la natalité qu'à un allongement de la durée de vie. Les modifications prévisibles des transferts financiers entre actifs et inactifs résultent surtout du fait que nous vivons de plus en plus longtemps. Une telle évolution est évidemment réjouissante. Mais les enjeux qu'elle présente constituent un défi historique.

Cet accroissement de la durée de vie s'apparente à un choc démographique dont les incidences sont irréversibles. Les effets palliatifs envisageables, par la fécondité ou l'immigration, ne feraient que reporter sur l'avenir la tendance inéluctable au vieillissement général. Il faudra accepter de compter avec une part plus importante de personnes inactives.

- Sauf à bouleverser la parité de niveau de vie entre actifs et retraités, l'accroissement du nombre des inactifs a, d'une façon ou d'une autre, une incidence sur le niveau de vie des actifs. Ceci apparaît simplement dans les projections à long terme habituelles, qui reposent sur des hypothèses de soldes migratoire et commerciaux structurellement nuls et raisonnent dans une économie à un seul bien. Dans ce cas simplifié, le raisonnement peut être effectué en termes réels. La production annuelle de biens de consommation réalisée par les actifs est alors consommée à la fois par les actifs et les inactifs. Si les inactifs sont plus nombreux, ils prélèvent une part plus importante de la production annuelle disponible, au détriment de la consommation des actifs. La progression du taux de prélèvement sur le revenu global qui ressort des projections traduit ce nouveau partage.

La croissance plus soutenue de la production reste alors la seule manière d'alléger la charge des prélèvements. Selon la traditionnelle métaphore pâtissière, il est plus aisé d'abandonner une plus grande part du gâteau si celui-ci grossit plus vite.

- Une modification du système actuel de financement des retraites fondé

sur la répartition, et l'introduction d'un circuit parallèle basé sur la capitalisation, ne constituent une innovation susceptible de faciliter le financement à venir des retraites que dans la mesure où cette réforme financière occasionnerait une progression plus forte de la production future. La capitalisation ne saurait actuellement se justifier que par les gains additionnels de productivité qu'elle serait susceptible de générer.

Même si ce rappel semble trivial, il convient de se garder d'appliquer à une économie un raisonnement valable pour une unité. La capitalisation ne saurait être une façon de «constituer des réserves» en prévision des dépenses futures. Une économie diffère d'un agent par l'existence d'un système financier qui met en relation les créances et les dettes¹. L'égalité mécanique entre épargne et investissement n'est que la traduction du fait que l'épargne d'un agent est reprêtée, à travers un circuit complexe, à un autre agent.

Une modification des circuits de financement ne saurait donc par elle-même neutraliser la démographie. En système de capitalisation, les transferts en faveur des retraités, s'ils s'opèrent sur l'impôt ou les profits, restent toujours un prélèvement sur le pouvoir d'achat des actifs.

Si on suppose que toutes choses restent égales par ailleurs, le développement d'un marché de la capitalisation signifie une moindre progression de la consommation, une hausse du taux d'épargne, et une substitution de l'investissement à la consommation (à un report dans le temps de la consommation). Mais chacun sait que ce scénario est une fiction puisqu'il ne saurait être supposé que toutes choses restent égales par ailleurs. Par exemple, les actifs qui parviennent à l'âge de la retraite disposent d'un patrimoine accumulé. Une forme d'épargne en vue de la retraite existe donc de facto, et de nouveaux produits d'épargne engendreraient en premier lieu des transferts entre placements. La création d'un marché de la capitalisation serait en France d'abord et surtout une innovation financière.

Le débat sur les retraites est donc venu naturellement aborder trois grandes questions :

- Quel est le partage consommation - investissement adéquat compte tenu des évolutions démographiques à venir ?
- Quels sont les impacts des modifications institutionnelles du système financier sur le comportement des agents, et en particulier sur le comportement d'épargne des ménages ?
- Comment le système financier est-il susceptible d'être modifié dans le sens d'une meilleure allocation productive des capitaux ?

¹ Sauf bien sûr à se ramener à la situation d'une petite économie dans le vaste monde. La notion de réserve est alors valable puisque la petite économie a dans ce cas le statut d'une unité micro-économique. Comme dans l'ensemble des travaux publiés sur les retraites, cette approche sera peu évoquée. Elle est paradoxalement plus difficile car elle suppose une description de l'évolution prévisible du «vaste monde».

² Dans une macroéconomie où existe un système financier, la notion de réserve ne peut renvoyer qu'à un stockage de biens réels. A un horizon de plusieurs années, ce système est une absurdité.

Allocation intertemporelle des ressources et spécifications éthiques

De ces trois problèmes macro-économiques, seul le premier a fait l'objet d'une étude systématique précise, à partir des travaux déjà anciens sur les allocations intertemporelles de ressources. Il est révélateur, s'agissant des retraites, que ces études s'orientent sur l'analyse de critères éthiques. Autrement dit, quelle est la règle de partage équitable entre générations ?

Les travaux sur l'optimum intertemporel de bien être, initiés notamment par Ramsey, raisonnaient dans le cadre d'une économie à population constante et sans progrès technique. Il n'existe alors aucun motif simple pour qu'une génération soit avantagée au détriment d'une autre. Une génération qui épargnerait trop peu, et donc accumulerait trop peu de capital, léserait la génération suivante et justifierait l'intervention d'un planificateur au nom de l'équité intergénérationnelle.

Mais l'hypothèse de population constante et d'absence de progrès technique prive la dimension temporelle d'une grande part de sa spécificité. La répartition intertemporelle ne se distingue du partage spatial entre deux groupes identiques d'agents que par le fait que les transferts sont à sens unique. La notion d'équité intergénérationnelle, en cas de gains de productivité et de croissance de la population, est d'un maniement plus délicat.

Un exemple montre notamment en quoi la perspective d'une résistance des actifs aux cotisations versées aux inactifs reste discutable lorsque la présence de progrès technique accroît la productivité du travail.

Dans l'optique néoclassique traditionnelle, le progrès technique est considéré comme exogène et s'apparente à une manne céleste. Chaque agent est alors fondé à revendiquer une part de la manne proportionnelle à son poids démographique, part qui signifie pour lui une consommation accrue. La fonction d'utilité des agents doit dans ce cas être actualisée par le progrès technique. Si la situation à un instant d'un agent est satisfaisante, elle ne peut être maintenue à ce niveau sur un horizon de quelques décennies. Affirmer par exemple qu'aujourd'hui la situation d'un retraité est satisfaisante ne permet pas de conclure qu'elle peut être maintenue à ce niveau. Le retraité vivrait le maintien de son niveau de vie comme une paupérisation. Cela équivaldrait à détourner sur d'autres agents une part de la manne céleste.

En contrepartie, une résistance des actifs à l'accroissement du prélèvement sur leurs gains de productivité en faveur des inactifs signifierait qu'ils revendiquent une part de la manne supérieure à leur poids démographique. Cette revendication ne saurait se justifier par le fait que les actifs mettent en oeuvre le progrès technique dans la production qu'ils effectuent, puisque précisément le progrès intervient de façon exogène, et

accroît l'efficacité de leur travail sans leur coûter d'effort supplémentaire.

Si cette figure du progrès comme exogène semble peu réaliste, la représentation alternative du progrès technique comme résultat d'un processus d'accumulation peut conduire à un constat similaire. Si on suppose qu'une génération laisse à sa suivante l'état des sciences et découvertes auquel elle est parvenue, le progrès n'apparaît plus comme une manne mais comme un legs.

Des difficultés théoriques surgissent de cette représentation : le progrès n'est pas un bien, aucun marché ne lui donne un prix et ne permet par exemple, d'échanger une consommation présente contre un progrès à venir. Mais une résistance des actifs aux prélèvements sociaux envers les inactifs, dans cette vision du progrès comme travail transmis, peut signifier un déni du progrès accumulé par les inactifs durant leur vie active. L'origine de la plus grande productivité du travail des actifs, là encore, incombe en partie aux actifs qui les ont précédés.

Elle revient aussi, en partie, aux actifs présents. La question, en cas de vieillissement global, est alors de savoir si ces parts respectives sont susceptibles de se modifier, et si le taux global de progrès technique convient pour actualiser l'utilité des inactifs.

Bien sûr, il ne s'agit pas ici de développer un point de vue normatif, et encore moins de porter une appréciation sur l'éventualité d'une résistance aux cotisations. Il importe cependant de signaler que, dans les représentations simplifiées de l'économie globale habituellement usitées, cette conjecture reste fragile puisque la résistance aux prélèvements ne peut fonder la théorie de sa légitimité qu'à partir de modèles adéquats de formation du progrès technique. Ce dernier a finalement un effet contradictoire. Il complique les règles de la répartition, mais simultanément facilite sa mise en oeuvre en faisant «grossir le gâteau».

Système de financement et économie réelle

Le deuxième groupe de questions concerne l'impact d'une modification du système financier sur l'offre et la demande réelle. Le problème concernant l'offre est celui de l'allocation optimale des risques financiers entre secteurs institutionnels. Sur cette question, ni la théorie, ni l'expérience ne permettent d'établir des conclusions robustes.

La théorie est d'un faible recours, puisqu'elle enseigne que si les marchés monétaires et financiers sont efficaces, l'intermédiation est transparente. Dès lors, son mode d'organisation institutionnelle est sans importance. Ce type de résultat est particulièrement pénalisant pour un problème tel que celui des retraites, qui doit être posé sur le long terme. Même si une inefficience des marchés est décelable sur la courte période, il reste

hasardeux de postuler la pérennité d'un dysfonctionnement. Un état de déséquilibre structurel n'est formalisable que dans une économie où le système financier est étroitement réglementé et où l'innovation n'a pas sa place³.

Les expériences étrangères offrent l'exemple de systèmes financiers organisés de façon très spécifiques, mais là encore ne permettent guère de conclure quant à l'optimalité sur longue période d'une forme d'organisation. Les systèmes de financement des retraites sont ainsi très différents dans des pays tels que la Grande-Bretagne, l'Allemagne ou la France. Mais l'observation des quarante dernières années ne met guère en évidence la supériorité d'un type d'organisation quant à l'efficacité de l'allocation des capitaux. En particulier, la comparaison des performances de la France et de l'Allemagne sur un horizon qui dépasse la dernière décennie montre une très grande similitude entre nos deux pays. Sur le long terme, la théorie comme l'observation laissent l'économiste démuni, et cette perplexité n'est pas sans correspondance avec les échecs de l'intégration financière dans les modèles macro-économétriques. Les travaux plus récents en micro-économie qui étudient la situation d'imperfection de marché ne fournissent guère d'éclairage sur un modèle optimal d'intermédiation au niveau global.

Insensiblement, le débat en France sur les retraites dans son aspect financier s'est rabattu du long terme vers le court terme, et s'est concentré sur les difficultés actuelles du système financier à assurer une allocation efficace des capitaux.

Un consensus s'est dégagé autour d'une idée simple : il serait opportun que se développe en France un circuit financier où s'adosseraient des placements et des financements à long terme. Les thèses de pénurie d'épargne longue, ou d'insuffisance de fonds propres tournent autour de ce sujet⁴. Il est possible de donner quelques illustrations concrètes à l'idée d'une allocation sous optimale des risques financiers.

On peut supposer que la compétitivité internationale repose en partie sur la capacité à développer des investissements dont le retour en rentabilité est fortement différé (recherche et développement, formation interne, prospection...). Ce type d'investissement pourrait alors être partiellement rationné faute de placements suffisamment longs, et le rationnement se

³ Toutefois les rentes de situation peuvent s'avérer durables, et un examen du «coût d'intermédiation» des systèmes de retraite en France et à l'étranger serait utile, même si ce type d'approche soulève des questions complexes.

⁴ On peut cependant regretter que les débats sur les fonds propres et l'épargne-longue-transposent trop souvent des approches en termes micro-économiques sur un équilibre macro-économique. Qu'une entreprise prise isolément puisse connaître un état de pénurie de fonds propres est facilement concevable. Mais affirmer que l'ensemble des entreprises est dans cette situation n'a guère de sens. D'autres catégories analytiques doivent être invoquées si l'on considère le système de financement dans son ensemble. L'idée de pénurie globale de fonds propre exprimerait par exemple que l'allocation du risque de liquidité entre ménages, entreprises et intermédiaires financiers est sous optimale.

localiserait plus particulièrement sur la population des entreprises qui n'ont pas accès au marché des financements dont la rémunération est contingente (actions, participations).

De façon analogue, des investissements dont la rémunération propre est insuffisante dans la conjoncture actuelle des taux, mais qui sont porteurs d'externalité positive tels que les logements ou les investissements d'éducation ou d'infrastructure pourraient aussi être favorisés par une réallocation des placements vers le long terme. Dans ce cas, leur gestion devrait en théorie être contrôlée par la collectivité qui bénéficie des externalités (Etat, collectivité locale ...).

D'autres exemples peuvent être avancés. Cependant, la question qu'ils soulèvent est celle des modalités pratiques de création et de fonctionnement de ces fonds au sein du système financier français actuel. Ce débat dépasse les limites de notre épure. Il requiert surtout l'avis et l'intervention des praticiens.

Retraites et pénurie d'investissement ?

Le recours à l'avis des praticiens et des acteurs concernés ressort aussi d'une considération plus générale. Elle s'exprimerait ainsi : sans doute est-il nécessaire d'investir, mais il convient surtout de bien investir.

Il semble que le débat sur les retraites, après avoir glissé les réflexions de long terme vers des considérations de court terme, a abordé plus ou moins explicitement la situation de sous emploi que nous connaissons. Peu à peu s'est affirmée la thèse suivante : la question aujourd'hui des retraites futures serait un moyen d'épargner d'avantage, donc d'investir d'avantage et au bout du compte de développer les capacités de production susceptibles d'employer la main-d'oeuvre excédentaire.

On peut bien sûr reprocher à ce type de scénario fonctionnant en pure logique d'offre de ne guère reposer sur des comportements économiques éprouvés. Ces raisonnements prêtent aussi le flanc à une autre critique, peut être plus fondamentale, qui s'exprimerait ainsi : la logique des enchainements macroéconomiques de court terme développée dans la vulgate keynésienne est-elle adaptée à un problème tel que celui des retraites ?

Au cours des années d'entre deux guerres, à une période de sous emploi et de turbulences financières qui n'est pas sans rappeler celle que nous vivons aujourd'hui, deux grands économistes se sont affrontés radicalement, Keynes et Hayek. On ne retient souvent de ces auteurs que leur opposition sur le rôle de l'Etat. Alors que Keynes préconisait une politique de régulation conjoncturelle, Hayek excluait toute forme d'interventionnisme. Mais là n'est sans doute pas l'aspect le plus intéressant de

leur controverse. Keynes et Hayek s'opposaient totalement sur le diagnostic de la situation de sous emploi.

Pour Keynes, toute crise de sous emploi est une crise de sous investissement. L'insuffisante incitation à investir est à l'origine du déséquilibre sur le marché du travail, et le soutien de la demande globale par la dépense publique a précisément pour objet d'y remédier.

Pour Hayek, qui réfutait les raisonnements en termes globaux, le volume total de l'investissement ne saurait constituer ni un indicateur, ni un objectif. Le sous emploi avait pour origine des investissements inadéquats, c'est-à-dire ne correspondant pas à la demande future. Il ne s'agissait pas de sous-investissement, mais de «mal-investissement». Et le dysfonctionnement trouvait son origine dans un dérèglement du mécanisme du crédit.

Or, mettre à profit la question du financement des retraites pour apporter une solution à celle du sous emploi n'est pas sans danger. La première crise de 1975, et la période de stagflation qui a suivi, ont rappelé la leçon de Hayek : une économie peut investir beaucoup (c'était le cas en France dans les années soixante dix), et se retrouver en situation de sous emploi malgré une demande globale vigoureuse (comme en attestait l'inflation). La première crise pétrolière a révélé en France une situation de «mal investissement».

13

A cet égard, qu'une épargne additionnelle constituée en vue de la retraite se traduise par de «mauvais investissements» serait la pire des éventualités. Et ceci même si une amélioration nécessairement transitoire du marché du travail devrait en résulter. Ce serait renouveler les expériences historiques malheureuses des régimes par capitalisation, dont les déboires ne tenaient qu'à une cause simple : l'épargne accumulée en vue de la retraite occasionnait des investissements dont la rentabilité s'avérait à terme insuffisante. L'inévitable dévalorisation du stock d'épargne prend alors la forme d'une poussée inflationniste ou d'une dépression boursière.

Il convient donc de ne pas faire de la formation brute de capital fixe un objectif en soi, auquel le développement de fonds de pension viendrait opportunément concourir. Que tout investissement qui procure une meilleure compétitivité soit opportun n'est guère discutable. Mais la lutte contre le chômage requiert probablement d'autres moyens qu'un développement de la capitalisation, même en supposant que celle-ci puisse s'accompagner d'une hausse du taux d'épargne sans restriction des débouchés pour les entreprises. Une règle simple, bien que difficilement applicable, serait que l'épargne additionnelle corresponde davantage à des investissements de productivité qu'à des investissements de capacité. On retrouve ainsi la fonction qui justifierait le développement d'un système surcomplémentaire par capitalisation : susciter une plus grande croissance

de la productivité par la mise en oeuvre de progrès techniques potentiels.

Une restructuration du système actuel de financement des retraites qui ne se fixerait pas explicitement cet objectif apparaîtrait même aventureuse. Un système de retraite est un édifice complexe de droits explicites et implicites. Les thèses de pénurie globale de fonds propres ou de vertu de l'épargne «longue» restent trop peu consistantes pour justifier des bouleversements.

Ainsi, la considération du court terme et la situation conjoncturelle présente plaident plutôt contre ce type de système. Resorber le chômage suppose des investissements de capacité et une baisse de la productivité. En période de faible utilisation des capacités de production, la stimulation des investissements de productivité ne participe pas d'une politique contracyclique.

La place de la capitalisation

Mais qu'une stimulation de l'épargne soit inopportune dans la conjoncture actuelle ne saurait amener à conclure à l'inutilité d'adapter les circuits financiers par lesquels transitent les transferts. Quitte à paraître insistants, il faut rappeler que la question des retraites doit être traitée dans le cadre d'un équilibre de long terme. Dans sa dimension financière, il suppose une analyse en termes d'allocation des différents types de risques. Or force est de constater qu'en ce domaine, les thèses restent sommaires, et ne dépassent guère l'évocation quasi incantatoire de l'épargne dite «longue» et de l'investisseur supposé «patient». Est révélatrice l'utilisation trop peu critique de la notion de risque. Prôner par exemple la mixité capitalisation-répartition au nom de la simple diversification, c'est confondre diversification spatiale et temporelle, risque de contrepartie et risque de taux.

En définitive, le débat sur le financement des retraites a aussi, et surtout, signalé les lacunes de notre connaissance. En matière macrofinancière, les approches théoriques n'apportent encore que de faibles lumières dès lors que l'on s'éloigne de l'hypothèse d'efficience. La stratégie des agents et des institutions face aux différents risques, la nature des raisonnements et des contraintes financières au sein d'un équilibre global restent largement un champ à explorer.

Aussi délicate que soit une telle analyse, elle est incontournable si on attend d'un produit de capitalisation comme les fonds de pensions davantage qu'une simple substitution entre placements qui risquerait d'être stérile voire contreproductive. Il convient ni de céder à la précipitation, ni de se focaliser sur la conjoncture des taux ou de l'activité. Sous ces réserves, l'examen du rôle et de la place de ces produits suppose trois types d'investigation :

- Selon quels circuits un produit par capitalisation peut permettre des

gains collectifs et individuels qui soient supérieurs aux coûts de sa gestion ?
Quels sont notamment les investissements rentables à long terme rationnés
faute de financement assez longs ?

- Comment appréhender l'attitude de l'épargnant sur un produit de capitalisation ? En particulier, un fond de pension qui agit en capitalisation durant la période de cotisation, et en répartition pendant la phase de prestation est un produit inhabituel en France. Quelles sont les garanties de sécurité et options de sorties demandées ? L'image rassurante d'un effort effectué pour soi-même peut-elle contrebalancer le rejet d'une cotisation à double titre ?

- Pour quelles catégories de population de tels produits seraient utiles ou avantageux et permettraient des adaptations difficilement envisageables dans le cadre du système par répartition ?

L'utilité et l'efficacité d'un système complémentaire par capitalisation dépend en définitive de la conception et des modalités pratiques de sa mise en oeuvre. Sa réussite passe par un examen de l'environnement financier ou il prendra place, examen qui reste largement à faire.

Un débat passionnant à dépassionner

Par l'importance des enjeux qu'elle soulève et la diversité des analyses qu'elle requiert, la question du financement des retraites est passionnante. Elle étend ses implications au champ de l'économique, du financier, mais aussi du social, du politique et même, puisque le mot retraite implique l'idée de vieillesse, de l'expérience la plus intime. Peut être est-ce d'ailleurs le tabou que notre société développe vis-à-vis du vieillissement qui a parfois donné au débat un tour si passionné.

Consacrer un numéro spécial au financement des retraites implique évidemment, pour une revue comme la REF, de faire des choix. Non bien sûr en faveur de tel ou tel système financier, puisque nous avons ouvert nos colonnes aussi bien à des auteurs favorables à une gestion dans le cadre strict de la répartition qu'à des auteurs soulignant les avantages à leurs yeux d'un système additionnel par capitalisation.

Mais des choix quant aux points qu'il a paru souhaitable d'approfondir. Nous avons regroupé les enjeux du débat en quatre parties : le vieillissement et la question des transferts, sur le plan positif et normatif ; les retraites à travers les projections et modèles de long terme ; le circuit financement des retraites au sein du système financier français ; la teneur du débat social, et ses évolutions prévisibles.

Comme il se doit, cette question mérite une double mise en perspective : historique, avec les origines et fondations du système actuel, ainsi que le rappel du débat déjà ancien entre capitalisation et répartition ; étrangère,

avec les traits majeurs des systèmes de financement chez nos principaux partenaires, allemands, anglais et américains, ainsi que les enjeux soulevés par l'harmonisation européenne.

Rétrospectivement, il convient de saluer ceux qui ont réintroduit dans le débat public cette question de retraites. Le défi historique qu'elle présente pour la société toute entière permet à rebours de se demander pourquoi elle n'est restée si longtemps qu'une affaire d'experts et de gestionnaires.