

Questions retraite

Document de travail de la Branche Retraites de la Caisse des dépôts et consignations
 Contact : Laurent Vernière ☎ 01 40 49 89 55 — laurent.vernierre@br.caissedesdepots.fr
 Réalisation : Direction de la Communication

n° 2000 - 29
 Juin 2000

Fonds de réserves pour les retraites : faut-il l'investir en actions ?

Dossier préparé par Laurent Vernière

La France a créé en 1999 un fonds de réserves pour les retraites destiné à préfinancer une partie des engagements du régime général et des régimes alignés qui viendront à échéance lors de l'arrivée à l'âge de la retraite des générations du baby boom. Jusqu'à ce jour, les débats ont essentiellement porté, lors de la discussion des lois de financement de la Sécurité Sociale, sur les modalités d'abonnement régulier du fonds de réserves puisque seules les dotations des années 1999 et 2000 ont été fixées par ces lois. Cet aspect n'est évidemment pas mineur puisque la capacité d'intervention du fonds pour alléger les charges qui pèseront sur les actifs dans le futur, dépendra directement du montant des réserves accumulées en proportion des engagements à financer. Par ailleurs, aucune décision définitive n'a encore été prise sur le statut juridique du fonds, sur son organisation administrative et sur les modalités de la

gestion financière des réserves. Toutefois, au vu des expériences étrangères récentes, le choix de la politique d'investissement du fonds et son contrôle vont probablement rapidement devenir des préoccupations urgentes puisque va se poser la question de la composition du portefeuille d'actifs dans lesquels seront investies les réserves afin d'en maximiser le rendement. L'option la plus discutée concerne essentiellement le choix des actions comme instrument de pla-

cement d'une partie des réserves collectives pour bénéficier de leur rendement beaucoup plus élevé à long terme par rapport aux titres de taux (obligations) mais avec en contrepartie des risques accrus.

Au cours des dernières années, les États-Unis et le Canada, qui disposent d'un fonds de réserves important associé à leur régime public de retraite de base par répartition, ont en effet été confrontés à cette question à l'occasion de la réforme de leur

système public de retraite. Aux États-Unis, la proposition était ancienne puisqu'elle faisait partie de l'une des options examinée dans le rapport de l'Advisory Council publié en 1997¹. En outre, le plan de sauvegarde de la Social Security annoncé par le Président Clinton au début de l'année 1999 était principalement axé sur l'utilisation des surplus budgétaires pour accroître les réserves du Trust Fund et sur une programmation de placement en

DANTE

LE SITE INTERNET DE LA BRANCHE RETRAITES

Observatoire des débats parlementaires, recueil hebdomadaire des textes et analyses, observatoire des fonds de pension, revue de presse et analyse bimensuelle, monographie des régimes de retraite publique en Europe, comparaison des dispositifs, risques professionnels, simulation de calcul des pensions.

Dante présente également des études et des informations sur la retraite et l'indemnisation des risques professionnels pour les employeurs, les affiliés et les retraités de la CNRACL, de l'IRCANTEC et de FONPEL.

Vous pouvez aussi télécharger "Questions Retraite" à partir du site.

Son adresse :
www.caissedesdepots.fr/dante

¹ Cf. Questions Retraite n° 97-01 «Sécurité Sociale aux États-Unis». Laurent VERNIERE. Février 1997.

actions d'une fraction de ces réserves². Le Canada a franchi le pas à l'issue de la réforme de 1997 du régime des pensions du Canada (RPC) en créant par la loi un «Office d'investissement du régime des pensions du Canada», organisme indépendant chargé de gérer et d'investir les réserves « afin d'obtenir un taux de rendement maximal sans risque excessif de perte ». En régime de croisière, l'objectif du Canada est de faire jouer aux produits financiers du fonds de réserves le rôle de « troisième financeur » à côté des employeurs et des salariés dans le financement du régime³.

Par rapport à la situation française, le Canada et les États-Unis disposent déjà d'un fonds de réserves ayant accumulé des réserves importantes essentiellement investies en obligations. De ce fait, la modification de la politique de placement du fonds est synonyme d'une réallocation du portefeuille du fonds de réserves en faveur des actions afin de bénéficier de l'opportunité d'accroître les produits financiers. Cette réallocation constitue un atout dans les mains des pouvoirs publics au cours du processus de réforme des régimes publics de retraite : en optimisant le rendement financier du fonds de réserves, l'objectif est de disposer

d'une marge de manœuvre budgétaire qui permette de limiter et de rendre acceptables les ajustements dans les régimes de retraite existants. Ces propositions ont toutefois suscité d'intenses débats académiques et politiques. Dans le contexte américain, trois aspects⁴ ont été plus particulièrement explorés :

- Le principe de l'investissement en actions en général, c'est-à-dire ce qui justifie économiquement le choix de ce support pour le placement de réserves collectives abordé au travers de deux questions : comment rendre plus efficace le partage intergénérationnel des risques, quelle sera l'évolution à long terme de la prime de risque (« equity premium ») mesurée par l'écart entre le rendement des actions et le taux sans risque des obligations ?
- L'impact de la réalisation éventuelle du risque associé au placement en actions sur les paramètres des régimes de retraite, en particulier sur les taux de cotisation : il s'agit d'évaluer l'effet financier de la réalisation de mauvaises performances financières du fonds de réserves, de déterminer qui supporte le risque (cotisants et/ou retraités) et le degré d'acceptabilité du risque additionnel.

• Les conséquences de la détention d'actions par les pouvoirs publics via le fonds de réserves : d'une part, le choix des titres des entreprises ou des activités dans lesquels investir le fonds de réserves pourrait être influencé par des considérations politiques, ce qui pourrait à la fois déséquilibrer le cours de ces titres mais aussi conduire à une sous performance en termes de rendement, d'autre part, la relation avec la « corporate governance » des entreprises au travers de l'exercice des droits de vote.

Dans le contexte américain, le troisième point a été le plus abondamment discuté parce que le fonds de réserves, dans l'hypothèse où il serait autorisé à intervenir sur le marché des actions, deviendrait le plus important investisseur en proportion de la capitalisation boursière. Les critiques du projet des autorités américaines ont mis en avant deux problèmes : la possibilité de conflits d'intérêt entre la sphère publique et le secteur privé dès lors que le fonds de réserves détiendrait une part significative du capital de certaines entreprises, l'introduction de distorsions dans le fonctionnement efficace des marchés financiers. Les deux premiers points ont

2 Cf. Questions Retraite n° 99-19 «Le rôle du fonds de réserves aux États-Unis et les propositions de réforme de la Social Security». Laurent VERNIERE, Juin 1999. Il convient de noter qu'en outre trois propositions de loi déposées par la Chambre des représentants et deux par le Sénat américain abordent également, à des degrés divers, le problème de la politique d'investissement du Trust Fund de la Social Security américaine.

3 Cf. Questions Retraite n° 99-15 «Le fonds de réserves du régime des pensions du Canada». Laurent VERNIERE, Janvier 1999.

4 Cf. A. Munnell, P. Balduzzi «Investing the Social Security Trust Funds in Equities», Working Paper AARP, Mars 1998.

par contre été analysés par rapport à la proposition alternative de transformation radicale du système public de retraite qui consisterait à abandonner la technique de la répartition pour créer un système de comptes individuels fonctionnant en capitalisation. La comparaison des deux propositions, investir en actions via les réserves collectives ou via des comptes individuels d'épargne retraite, s'est d'abord intéressée au choix des dispositifs les plus efficaces pour augmenter le taux d'épargne des ménages américains qui est considéré comme trop faible. En second lieu, l'impact sur la politique budgétaire a retenu l'attention puisque le choix d'investir en actions une partie des réserves signifie une réallocation du portefeuille du Trust Fund qui n'est plus utilisé en totalité pour acheter des obligations émises par le Trésor Public.

Le débat au Canada a été de moindre ampleur, sans doute, d'une part, parce que le projet de réforme du régime des pensions du Canada a été rapidement adopté, d'autre part, parce que la réforme a été explicitement conçue autour d'un renforcement du rôle du fonds de réserves : il a pour vocation à devenir permanent

de sorte que les futurs cotisants bénéficient en régime de croisière d'un allègement des taux de cotisation permis par les recettes financières du fonds. Dans ces conditions, la réduction des taux de cotisation par rapport à la répartition pure va dépendre directement du rendement des investissements financiers du fonds de réserves, ce qui peut expliquer le changement de cap dans la politique d'investissement du fonds. La principale question concernait le choix de la méthode pour obtenir le résultat escompté. Les autorités canadiennes ont choisi, d'une part, de créer un Office d'investissement indépendant, c'est-à-dire sans lien avec les pouvoirs publics et disposant de la plénitude des moyens pour déterminer la politique d'investissement, et, d'autre part, de fixer par la loi les «règles du jeu» qui s'imposent à cet organisme en matière de gestion administrative et financière des réserves.

Bien que les débats aient été vifs et que des décisions aient été prises, il est intéressant de noter que, tant aux États-Unis qu'au Canada, les pouvoirs publics ont été extrêmement prudents dans leur démarche, principalement en raison du statut des

réserves collectives. Celles-ci préfinancent partiellement les engagements de régimes par répartition, c'est-à-dire des régimes qui garantissent un taux de remplacement. De ce fait, les perspectives de rendement à long terme et les risques liés à la détention d'actions ne doivent pas remettre en cause les objectifs de ces régimes de base. Le problème est donc d'apprécier comment le couple rendement-risque relatif aux actions va évoluer sur longue période et quel sera son impact en termes de distribution des risques sur les différentes cohortes.

Comme on peut le constater, la France est à ce jour assez éloignée de l'expérience de ces deux pays. Toutefois, dans un proche futur, il n'est pas impossible que la question du provisionnement des engagements en matière de retraite ne soit pas limitée au fonds de réserves. Les régimes complémentaires de salariés ARRCO et AGIRC disposent dès à présent de réserves dont la gestion financière pourrait être modifiée, certains régimes de retraite des professions indépendantes accumulent également des réserves, situations qui pourraient conduire à s'interroger sur l'adaptation du cadre réglementaire et fiscal permettant une diversification

des placements afin de bénéficier de l'opportunité de rendements plus élevés. La principale différence par rapport aux politiques suivies par les États-Unis et le Canada vient de ce que la constitution de réserves collectives a lieu en France au sein de régimes de retraite au moment où ils sont arrivés à maturité : les possibilités de surcotisation afin d'abonder les fonds de réserves sont limitées, ce qui laisse penser que le montant des réserves en pourcentage des prestations à payer ne pourra pas atteindre ce qui est observé sur le continent américain.

Pourquoi le fonds de réserves détient-il des actions?

L'intérêt accordé à la détention d'actions dans le portefeuille du fonds de réserves vient essentiellement du fait que, lorsque les réserves accumulées sont importantes et que le rendement des actions est également élevé comparativement au rendement des autres catégories d'actifs, les recettes financières du fonds contribuent pour une part croissante au financement des régimes de retraite. Cette marge de manœuvre présente l'avantage soit de repousser la date à partir de laquelle le fonds est épuisé lorsque

celui-ci est utilisé pour lisser l'évolution des taux de cotisation (États-Unis), soit de baisser significativement le taux de cotisation par rapport à celui de la répartition pure lorsque le fonds est permanent (Canada). Au cours d'un processus de réforme des régimes de retraite visant à restaurer l'équilibre financier à long terme, cette option permet de détendre les contraintes financières et de limiter l'impact des ajustements possibles des autres paramètres d'acquisition et de liquidation des droits à la retraite.

Un deuxième argument est souvent associé à celui de l'augmentation des recettes financières. Dans la plupart des pays développés, le rendement implicite associé aux régimes par répartition est appelé à diminuer fortement parce qu'on s'attend à un ralentissement de la croissance de la masse salariale brute, assiette des cotisations. Investir en actions une partie des réserves est un moyen d'augmenter pour les générations futures, toutes choses égales par ailleurs, le rendement de l'opération retraite grâce à la diversification des sources de financement des retraites. L'équité intergénérationnelle est renforcée puisque les générations futures ne seront pas pénalisées pour leur participation obligatoire à des

régimes par répartition, alors que la persistance, voire l'augmentation, de l'écart de rendement entre la répartition et l'épargne retraite pourrait laisser craindre un accroissement des distorsions préjudiciable à la fois au fonctionnement efficace de l'économie et au financement des régimes de retraite. Cet argument est important à considérer lorsque les autorités publiques retiennent l'option de conforter la place de la répartition dans la constitution des droits à la retraite dans un environnement où le rendement de la répartition pure devrait rester relativement faible dans le futur.

Un troisième argument est ajouté pour prendre en compte les caractéristiques de la distribution de la détention d'actions selon le niveau de revenu des ménages. Dans tous les pays, on constate que la détention d'actions est concentrée parmi les titulaires de hauts revenus. Les salariés situés dans le bas de l'échelle salariale n'ont que peu de possibilités d'investir en Bourse, soit individuellement via des plans d'épargne retraite, soit collectivement via des plans de retraite d'entreprise en capitalisation. Les contraintes de revenu induites par la faiblesse de leurs ressources ne leur permettent pas de dégager

probabilité de bénéficier de plans de retraite d'entreprise. Investir le fonds de réserves en actions serait alors un moyen de réduire cette inégalité entre les différentes catégories de salariés en permettant aux salariés disposant de faibles salaires de bénéficier, par l'intermédiaire de l'investissement des réserves collectives constituées au sein des régimes de retraite par répartition, des rendements élevés offerts par les marchés financiers.

On admet également qu'un fonds de réserves est en mesure, à cause de son poids et surtout de son horizon de placement, de gérer efficacement les risques associés à la détention d'actions et en conséquence de les réduire. En effet, la plupart des études montrent que plus la durée de détention des actions est longue, plus faible est la probabilité de sous-performance par rapport à la détention d'actifs non risqués⁵. Par ailleurs, il ne faut pas négliger le fait que les coûts de gestion d'un fonds collectif sont extrêmement faibles et n'amputent pas les rendements financiers.

le partage efficace des risques

Le principal argument économi-

que en faveur de l'investissement en actions est fondé sur l'efficacité du partage intergénérationnel des risques entre les «jeunes» (les actifs) et les retraités⁶. Investir en actions signifie en espérance des rendements plus élevés mais également des risques accrus sur les revenus. Un partage efficace des risques requiert que les individus supportent plus de risques quand ils sont jeunes que quand ils sont âgés. Munnell et Balduzzi énoncent trois motifs en faveur de la détention d'actifs risqués par les «jeunes» :

- lorsqu'ils sont affectés par de mauvaises performances des marchés financiers, les «jeunes» ont la possibilité d'ajuster leur niveau de revenu en modifiant leur offre de travail ou la répartition de leur revenu entre la consommation et l'épargne,
- en raison de leur horizon de placement, les «jeunes» ont la possibilité d'obtenir la moyenne des rendements et de tirer avantage des fluctuations de la Bourse,
- les «jeunes» ont moins d'aversion pour le risque que les retraités et sont donc plus disposés à détenir des actions.

Investir le fonds de réserves en actions revient à déplacer vers les «jeunes» le risque concentré sur les retraités puisque, dans un

régime par répartition en annuités, le taux de remplacement est garanti : si les rendements financiers des investissements du fonds sont faibles, il sera toujours possible d'augmenter les taux de cotisation afin de satisfaire cette garantie, hausse des taux que les «jeunes» supporteront⁷. En répartissant le risque sur toutes les catégories d'âge, on améliore la répartition du risque, ce qui est susceptible d'améliorer le bien-être de toutes les générations.

Quelle évolution à long terme de la prime de risque sur les actions ?

Investir le fonds de réserves en actions trouve sa justification dans les rendements élevés observés dans le passé sur cette catégorie d'actifs par rapport aux titres de taux (obligations). Les actions sont cependant un actif risqué en ce sens que leur rendement peut fortement varier et exposer les détenteurs à des variations de grande amplitude de leurs revenus et de leur patrimoine. On appelle prime de risque («equity premium») l'écart de rendement entre les actifs risqués (actions) et les actifs sans risque (obligations). C'est le supplément de rendement exigé par les investisseurs pour prendre le risque d'acquies des actions.

5 La volatilité du rendement des actions se réduit fortement lorsque la durée de détention s'accroît. Les calculs réalisés aux États-Unis sur la période 1926-1998 montrent que :

- sur des périodes de 5 ans, le rendement varie entre -12,4% et 24,1%,
- sur des périodes de détention de 10 ans, le rendement varie entre -0,8% et 19,9%,
- sur des périodes de détention de 20 ans, le rendement varie entre 3,1% et 17,7%,
- sur des périodes de détention de 25 ans, le rendement varie entre 5,9% et 14,9%.

6 Cf. Questions Retraite n° 2000-27 «La gestion et le partage des risques dans les régimes de retraite». Laurent VERNIERE, mars 2000.

7 Cf. Questions Retraite n° 98-08 «Les réserves capitalisées dans les régimes de retraite par répartition». Laurent VERNIERE, Février 1998.

Sur le passé, à condition de prendre des périodes de comparaison très longues, on observe effectivement que cet écart de rendement est significatif, en général supérieur à trois points par an. La prime de risque est toutefois en théorie une « énigme » en ce sens que, dans les modèles de détermination du prix des actifs fonctionnant avec l'hypothèse que les individus opèrent sur des marchés financiers efficients et optimisent leur consommation dans un cadre intertemporel avec une aversion pour le risque constante, les rendements à l'équilibre des actions et des obligations devraient différer de moins d'un pour cent. Pour expliquer une prime de risque plus élevée, plusieurs auteurs ont considéré que le comportement anormal du prix des actifs trouve son origine dans les imperfections des marchés financiers. Deux types d'imperfections sont avancées : le partage imparfait du risque au sein des générations à cause des problèmes d'aléa moral et de sélection adverse⁸,

les contraintes d'emprunt et les coûts de transaction qui restreignent les échanges entre les générations et aboutissent à un lissage imparfait de la consommation sur le cycle de vie. Comme c'est l'existence de cette prime de risque qui justifie le choix de détenir des actions dans le portefeuille du fonds de réserves, il devient légitime de se demander d'une part, quelle sera son évolution dans le futur, d'autre part, si la politique d'investissement du fonds est susceptible de l'affecter.

Comme l'écrit I. Welch⁹, « la prime de risque est sans doute le chiffre le plus important en économie financière » et prévoir son évolution au cours des prochaines décennies est un exercice qui est loin d'être consensuel. L'observation et la comparaison des rendements réalisés dans le passé ne suffisent pas pour affirmer qu'au cours des cinquante prochaines années, les rendements seront aussi élevés que ceux des dix dernières années.

a) l'évolution de la prime de risque dans le passé.

Un tableau cité par P. Diamond¹⁰ permet de retracer les rendements des actions et des obligations aux États-Unis sur des périodes de différentes longueurs dans le passé. Au cours des deux derniers siècles, le rendement réel des actions dans ce pays a été en moyenne de 7% et celui des obligations de 3,5%. La prime de risque a été en moyenne de 3,5% mais on observe qu'elle est plus élevée sur des périodes plus courtes et plus récentes. Sur la période après 1946, elle s'élève à 6,5% par an, essentiellement en raison de la diminution du rendement des obligations. Au cours des dix dernières années, le rendement des actions a été en moyenne de 13%. Dans ces conditions, doit-on retenir, comme le fait la Social Security américaine dans ses exercices de projection à 75 ans, un rendement réel des actions de 7% par an et une prime de risque de l'ordre de 4%, ou bien doit-on s'attendre à une correc-

Rendement réel (en %) des actions et des obligations aux États-Unis (moyenne géométrique)

PÉRIODES	ACTIONS (1)	OBLIGATIONS(2)	PRIME DE RISQUE (1-2)
1802-1998	7,0	3,5	3,5
1802-1870	7,0	4,8	2,2
1871-1925	6,6	3,7	2,9
1926-1998	7,4	2,2	5,2
1946-1998	7,8	1,3	6,5

Source : Jeremy Siegel, «The Shrinking Equity Premium : Historical Facts and Future Forecasts».

⁸ Les actions ne sont détenues que par une fraction de la population et, en conséquence, le risque est concentré sur cette catégorie.

⁹ Ivo Welch. «Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies». Mimeo, University of California, 1999.

¹⁰ Peter Diamond. «What Stock Market Returns to expect for the Future». Issue in brief, n°2, 1999, Center for Retirement Research, Boston College.

tion du marché concernant le prix des actions et compte tenu des perspectives de croissance économique à une diminution du rendement réel des actions et de la prime de risque? Répondre à ces questions n'est pas un exercice facile pour plusieurs raisons :

- les différentes variables économiques et financières sont endogènes et il apparaît difficile de disposer d'un modèle explicatif robuste qui intègre conjointement la sphère réelle et la sphère financière ainsi que les facteurs explicatifs de la prime de risque. La raison en est la très grande volatilité du prix des actions en comparaison de l'évolution de variables telles que la consommation des ménages ou les revenus des actions. Il en résulte que la prime de risque est inexplicable pour des valeurs acceptables des paramètres d'aversion pour le risque,
- un consensus d'experts ne pourra donner qu'une évaluation des tendances à long terme. Or l'interprétation des évolutions des années récentes, qui conduit souvent à conclure à la surévaluation du marché des actions, est souvent un élément qui influence cette donnée d'expert et qui

n'explique pas dans quel délai le marché pourrait s'ajuster.

Une autre façon de montrer la difficulté du problème est de retracer l'évolution de la capitalisation boursière rapportée au PIB en France au cours des dernières années : On constate qu'en raison de la forte augmentation des cours de la bourse en 1998 et 1999, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB a été multipliée par plus de 3 au cours des cinq dernières années. Si l'on suppose qu'en régime de croissance équilibrée, ce rapport devrait être, à périmètre inchangé, relativement constant, on devrait s'attendre à une correction du marché pour ramener les évolutions sur leurs tendances de long terme¹¹. Cette correction ne signifie pas forcément que le rendement des actions et la prime de risque vont fortement diminuer dans le futur de façon permanente mais que temporairement les rendements élevés observés ces dernières années pourraient rejoindre leur moyenne historique.

b) Comment pourrait évoluer la prime de risque dans le futur?

Cette question oppose schématiquement deux écoles, l'une, comme on l'a dit, qui examine

les fondamentaux de l'économie (les relations entre le taux de croissance de l'économie, les revenus du capital et le prix des actifs financiers) et les réalisations historiques des variables financières, l'autre qui met en avant les transformations induites par le développement de l'économie de l'information avec leur impact sur la croissance des gains de productivité, l'essor de la technologie financière qui abaisse les coûts de gestion et de transaction des actifs financiers, ainsi que la modification des comportements des individus en matière d'allocation de portefeuille, d'aversion pour le risque et d'horizon de placement. Pour appréhender les termes du débat, le plus simple est de commencer par quelques éléments de référence qui permettent de guider les raisonnements en matière financière. La formule du rendement des actions R_a ¹² est un point de départ utile :

$$R_a = \dot{P}_a + \frac{D}{P_a}$$

Le rendement des actions est la somme de deux composantes : le taux de croissance du prix des actions \dot{P}_a et le «rendement» des dividendes (D/P_a) où les dividendes distribués D représentent une fraction des revenus de l'entreprise. On a donc deux

France : Capitalisation boursière en % du PIB

1995	1996	1997	1998	1999
31,6%	38,6%	49,3%	64,6%	110%

11 Un exemple simple permet de comprendre les conséquences du prolongement des évolutions récentes du prix des actions. Supposons que la capitalisation boursière croisse, dans les 40 prochaines années, à un rythme supérieur de 3% au taux de croissance du PIB, sachant que la capitalisation boursière représente 1,1 PIB en 1999. En 2040, la capitalisation boursière serait égale à $1.1 * (1.03)^{40} = 3.6$ PIB. Avec un taux de rendement réel par exemple de 8%, le montant du rendement financier s'élèverait en 2040 à près de 30% du PIB annuellement !

12 Il s'agit de la «formule de Gordon» établie en 1962 dans le cadre d'un modèle de croissance équilibrée.

variables dont il faut connaître l'évolution, le prix des actions et le montant des dividendes distribués. Cette formule peut être utilisée pour apprécier comment le rendement des actions pourrait évoluer dans le futur.

Une première approche est d'évaluer la possibilité que vont persister les évolutions observées dans la dernière décennie caractérisées en particulier par une forte croissance du prix des actions. Cette hypothèse est en fait rejetée par beaucoup de spécialistes de l'économie financière parce qu'elle signifierait une augmentation continue de la capitalisation boursière exprimée en pourcentage du PIB. Ce résultat serait contradictoire avec les fondamentaux de l'économie, en particulier avec ce qu'on peut attendre du rendement économique du capital investi¹³. Le développement de nouvelles activités liées à l'économie de l'information n'est pas un argument robuste pour envisager que les gains de productivité seront dans le futur massifs et que la plus grande part de ces gains seront affectés à la rémunération du capital. C'est ce type de raisonnement qui suggère qu'une correction des marchés financiers devrait intervenir pour ramener les variables financières sur leur tendance moyenne. La forte hausse du prix des

actions serait le signal que, dans le futur, les rendements devraient diminuer.

Une seconde approche examine une situation de croissance équilibrée illustrée par les hypothèses suivantes :

- les prix des actions augmentent au même rythme que les revenus du capital, c'est-à-dire au même rythme que le PIB à long terme quand on fait l'hypothèse que la part des revenus du capital dans le PIB est constante. Pour la France, les exercices de projection retiennent un taux de croissance du PIB au plus égal à 2% par an,
- le rendement des dividendes distribués reste constant au niveau enregistré en moyenne dans le passé, soit par exemple environ 2% à 3% aux États-Unis.

Ces deux éléments donneraient un rendement des actions compris entre 4% et 5% et donc, avec un rendement des obligations de 2% à 3%, une prime de risque de 1% à 2%, c'est-à-dire une diminution notable par rapport aux valeurs historiques enregistrées dans le passé¹⁴. Pour avoir une prime de risque plus forte, il faudrait dans le futur soit que le «rendement» des dividendes distribués augmente considérablement en rai-

son de l'augmentation du volume des dividendes ou en raison d'un fort ralentissement voire d'une diminution du prix des actions, soit que les prix des actions continuent d'enregistrer une progression beaucoup plus rapide que le taux de croissance du PIB. Dans ce dernier cas, l'hypothèse d'un rendement constant des dividendes (D/Pa constant) signifie que les revenus du capital croîtraient au même rythme que le prix des actions, résultat qui à long terme impliquerait soit une déformation continue du partage des revenus entre les facteurs travail et capital en faveur de ce dernier, soit une forte croissance du rendement économique du capital qu'il faudrait expliquer.

Ces corrections, augmentation des dividendes distribués ou croissance rapide du prix des actions sur longue période, sont considérées comme peu plausibles pour de nombreux spécialistes. On devrait donc s'attendre à une diminution de la prime de risque qui pourrait alors s'expliquer par divers arguments :

- le développement des diverses formes de gestion collective de l'épargne et l'élargissement des marchés financiers devraient permettre de diminuer notablement les coûts de gestion des portefeuilles avec une

13 Cf. «Le rendement du capital : éléments de diagnostic». O. DAVANNE, Février 1999, note distribuée à la Commission Charpin.

14 On retrouve des ordres de grandeur des rendements financiers comparables à ceux utilisés dans les scénarios de simulation du fonds de réserves en France. Cf. Questions Retraite n° 99-16/17 «Fonds de réserves : simulations de scénarios d'accumulation et d'utilisation des réserves». Laurent VERNIERE, Janvier-Février 1999.

répercussion sur le rendement exigé des actions et, en conséquence, sur la prime de risque,

- la détention d'actions par les ménages devrait continuer à s'accroître (directement ou indirectement à travers les plans d'épargne retraite) avec de plus grandes possibilités de diversification des placements, deux motifs qui signifient au total que le risque est mieux partagé et donc que les investisseurs supportent moins de risques. La prime de risque exigée devrait être plus faible dans le futur.

L'anticipation d'une diminution de la prime de risque ne signifie pas que, dans le futur, le rendement des actions sera, de façon permanente, inférieur à sa tendance historique. Si l'on opte pour l'hypothèse que les marchés financiers sont actuellement surévalués, une correction des prix abaissera temporairement le rendement des actions qui retrouvera par la suite ses tendances historiques. Le scénario alternatif considère au contraire que les marchés financiers sont correctement évalués et que la diminution de la prime de risque est inéluctable dans le futur.

Ces quelques éléments de raisonnement montrent qu'il est important de distinguer les

évolutions à court terme des évolutions à long terme. Les évolutions de court terme du rendement des actions sont difficilement prévisibles compte tenu de la volatilité intrinsèque du cours des actions. Par contre, la prévision des évolutions à long terme s'appuie sur la comparaison aux moyennes des réalisations observées sur longue période dans le passé. C'est la mesure des écarts entre ces moyennes sur longue période et les réalisations actuelles qui permettent de porter un diagnostic sur les risques à court terme de rendements moins élevés. Le principal inconvénient de l'incertitude de ces prévisions est qu'elles laissent indéterminées les périodes au cours desquelles auront lieu les ajustements des marchés financiers.

4 Remarques de conclusion.

En Europe continentale, la relation entre les marchés financiers et la retraite est souvent considérée comme suspecte parce que l'accent est d'abord mis sur les risques que les retraités soient perdants en laissant dépendre le montant de leur retraite des performances de ces marchés. L'écart de rendement des actions par rapport aux autres supports de placement est ignoré comme l'est la notion de diversification

des risques que pourrait permettre une allocation adaptée à l'horizon de placement d'un fonds de réserves. Il est probable que la question de la politique d'investissement du fonds de réserves sera en France en partie appréhendée selon ce présupposé qui ne prend pas en compte les enseignements des expériences étrangères. Par ailleurs, le débat actuel sur la possible sur-évaluation des marchés financiers et sur les différents scénarios d'ajustement introduit un élément d'incertitude supplémentaire susceptible d'orienter les choix futurs. Enfin, s'ajoute l'argument selon lequel la mesure des effets du vieillissement de la population sur la valorisation des actifs financiers ne jouera pas en faveur de la détention d'actions puisqu'elle impliquerait une chute de leurs prix au moment où les générations du baby boom atteindront l'âge de la retraite et liquideront leur patrimoine financier. Ces aspects négatifs, qui conduiraient à recommander d'adopter un comportement prudent et passif dans la politique de placement du fonds de réserves, sont trop souvent sans nuance au point d'oublier les objectifs assignés au fonds de réserves. Dans la version française, il est probable que le fonds de réserves sera utilisé pour lisser l'évolution des taux de cotisation afin d'alléger

la charge du coût de financement des retraites par répartition pesant sur les générations en activité après 2015-2020. De ce fait, le niveau des pensions versées aux futurs retraités ne dépendra pas des performances financières du fonds de réserves. Seuls les actifs seront plus ou moins bénéficiaires par rapport à la répartition pure selon la performance du fonds de réserves. Il serait inefficace de choisir un portefeuille composé uniquement de titres à revenu fixe alors même qu'il est recommandé par ailleurs de privilégier les politiques maximisant la croissance économique.

Le Canada offre un exemple d'organisation et de contrôle du fonds d'investissement des réserves adapté à la «maximisation du taux rendement sans risque excessif de perte» «dans l'intérêt des cotisants et des prestataires». Le choix des actions est explicitement recommandé dans les limites compatibles avec les règles de prudence afin de diversifier le portefeuille qui était uniquement composé d'obligations. A cette fin, le Conseil d'administration de l'Office d'investissement du Régimes des Pensions du Canada a élaboré un «énoncé provisoire des principes, des normes et des procédures en matière de placement». La totalité des rentrées alimentant le Fonds (ex-

cédents courants du régime des pensions, solde des remboursements d'obligations venant à échéance) sont intégralement investis en actions afin de diversifier le portefeuille. La part des actions étrangères ne peut dépasser 20% des investissements. L'investissement en actions canadiennes doit, dans la période intérimaire, reproduire la composition de l'indice TSE 300 de la Bourse de Toronto. Il est prévu qu'ultérieurement, une gestion active pourra être mise en place lorsque l'ensemble des règles de placement et de contrôle deviendront définitives. Le placement du Fonds est organisé sous la forme de mandats accordés à un ou plusieurs gestionnaires extérieurs et un dépositaire extérieur conserve les actifs du Fonds.

La France pourrait s'inspirer de la démarche canadienne en ce qui concerne l'organisation et le contrôle de la politique d'investissement du fonds de réserves. Le choix des actions comme instrument de placement des réserves pourrait être strictement délimité par la loi en fonction de l'horizon de placement et des objectifs assignés au fonds. Comme le fonds de réserves n'est pas à ce jour conçu comme un préfinancement permanent et constant des engagements des régimes de retraite, la part des actions dans le portefeuille du

fonds devrait être adaptée à partir du moment où le fonds serait utilisé pour financer une fraction des pensions. Il est prévu que ce n'est qu'après 2020 que cette utilisation sera faite. Dans l'intervalle, il serait peu crédible que les autorités publiques n'assignent pas au fonds de réserves un objectif de maximisation du rendement obtenu par l'intermédiaire d'un investissement partiel en actions.

Bibliographie.

- I. I. Welch. «A Note on the Equity Size Puzzle». Mimeo, Novembre 1999, UCLA.
- II. I. Welch. «Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies». Mimeo, 1999, UCLA.
- III. P. Diamond. «What Stock Market Returns to Expect for the Future». Issue in Brief, n° 2, Septembre 1999, Center for Retirement Research, Boston College.
- IV. CIEBA Report. «Implications of Investing Social Security Funds in Financial Markets». Juin 1999.
- V. A. Iglesias, R. Palacios. «Managing Public Pension Reserves. Part 1 : Evidence from the International Experience». Janvier 2000, Working Paper, World Bank.
- VI. J. Golob, D. Bishop. «What Long-term Returns can Investors Expect from the Stock Market?». Economic Review, 1997, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- VII. A. Munnell, P. Balduzzi. «Investing the Social Security Trust Funds in Equities». Working Paper n° 9802, Mars 1998, AARP.
- VIII. GAO Report. «Implications of Government Stock Investing for the Trust Fund, the Federal Budget and the Economy». Avril 1998.
- IX. P. Pestieau, U. Possen. «Investing Social Security in the Equity Market. Does it Make a Difference?». Working Paper, Décembre 1997.
- X. M. Kiley. «Stock Prices and Fundamentals in a Production Economy». Working Paper, Janvier 2000, Federal Reserve Bank.