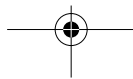
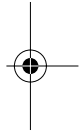
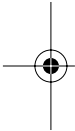
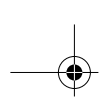


# LA RÉFORME DU SYSTÈME DES RETRAITES : À QUI LES SACRIFICES ?





DANS LA MÊME COLLECTION

*La Lancinante Réforme de l'assurance maladie,*  
par Pierre-Yves Geoffard, 2006, 48 pages.

*La Flexicurité danoise. Quels enseignements pour la France ?,*  
par Robert Boyer, 2006, 54 pages.

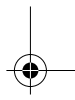
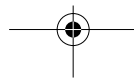
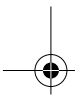
*La Mondialisation est-elle un facteur de paix ?,*  
par Philippe Martin, Thierry Mayer et Mathias Thoenig, 2006, 56 pages.

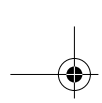
*L'Afrique des inégalités : où conduit l'histoire ?,*  
par Denis Cogneau, 2007, 64 pages.

*Électricité : faut-il désespérer du marché ?,*  
par David Spector, 2007, 56 pages.

*Une jeunesse difficile. Portrait économique  
et social de la jeunesse française,*  
par Daniel Cohen (éd.), 2007, 238 pages.

*Les Soldes de la loi Raffarin.  
Le contrôle du grand commerce alimentaire,*  
par Philippe Askenazy et Katia Weidenfeld, 2007, 60 pages.



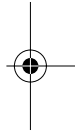


collection du

**CEPREMAP**

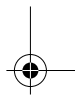
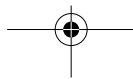
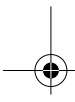
CENTRE POUR LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET SES APPLICATIONS

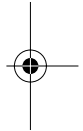
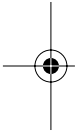
# LA RÉFORME DU SYSTÈME DES RETRAITES : À QUI LES SACRIFICES ?



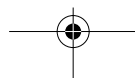
JEAN-PIERRE LAFFARGUE

ÉDITIONS  RUE D'ULM





© Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, 2007  
45, rue d'Ulm – 75230 Paris cedex 05  
[www.pressens.fr](http://www.pressens.fr)  
ISBN 978-2-7288-0385-9  
ISSN 1951-7637





Le CEPREMAP est, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, le CEntre Pour la Recherche EconoMique et ses APplications. Il est placé sous la tutelle du ministère de la Recherche. La mission prévue dans ses statuts est d'assurer *une interface entre le monde académique et les décideurs publics et privés.*

Ses priorités sont définies en collaboration avec ses partenaires institutionnels : la Banque de France, le CNRS, le Centre d'analyse stratégique, la direction générale du Trésor et de la Politique économique, l'École normale supérieure, l'INSEE, l'Agence française du développement, le Conseil d'analyse économique, le ministère chargé du Travail (DARES), le ministère chargé de l'Équipement (DRAST), le ministère chargé de la Santé (DREES) et la direction de la recherche du ministère de la Recherche.

Les activités du CEPREMAP sont réparties en *cinq programmes scientifiques* : Politique macroéconomique en économie ouverte ; Travail et emploi ; Économie publique et redistribution ; Marchés, firmes et politique de la concurrence ; Commerce international et développement.

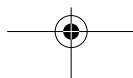
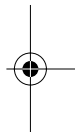
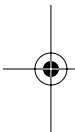
Chaque programme est animé par un comité de pilotage constitué de trois ou quatre chercheurs reconnus. Participent à ces programmes une centaine de chercheurs, associés au Campus Jourdan de l'École normale supérieure ou cooptés par les animateurs des programmes de recherche.

La coordination de l'ensemble des programmes est assurée par *Philippe Askenazy.*

Les priorités des programmes sont définies pour deux ans.

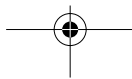
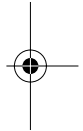
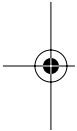
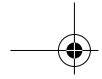
L'affichage sur Internet des documents de travail réalisés par les chercheurs dans le cadre de leur collaboration au sein du CEPREMAP tout comme cette série d'opuscules visent à rendre accessible à tous une question de politique économique.

Daniel COHEN  
Directeur du CEPREMAP





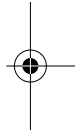
=Laffargue FM.book Page 6 Mercredi, 28. février 2007 7:44 19



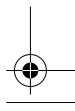
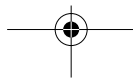
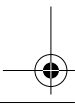


### **EN BREF**

*Le vieillissement des populations, que l'on observe dans tous les pays industrialisés, déstabilise leurs systèmes de retraites. De nombreuses réformes en cours de discussion ou de mise en œuvre visent à redéfinir les modalités des solidarités intergénérationnelles dans un environnement qui s'est altéré. Dans quelles directions ces changements vont-ils s'effectuer ? Ou, plus simplement, comment seront répartis les sacrifices entre les générations ? Les générations vivantes, ou certains de leurs membres, pourront-ils transférer vers leurs descendants une partie des charges qu'ils devraient assumer ? Quel rôle remplira dans ces réformes la substitution partielle du système par capitalisation au système par répartition, et quelle politique d'endettement public contribuera à financer la transition<sup>1</sup> ?*



1. Au prix de quelques simplifications, on peut distinguer deux systèmes de retraites : le premier système, dit par capitalisation, dans lequel les travailleurs cotisent à un fonds de pension qui place l'argent collecté sur le marché financier ; chaque travailleur disposera ainsi à la fin de sa vie active d'un capital, et la retraite qu'il percevra sera une rente viagère assise sur ce capital ; le second système, dit par répartition, dans lequel les cotisations versées par les travailleurs financent les pensions des retraités vivant au même instant, et où il n'y a aucun investissement financier de ces cotisations. En réalité, dans les différents pays, plusieurs systèmes de retraites coexistent et chacun d'entre eux combine dans des proportions différentes capitalisation et répartition. Il existe un très grand nombre de livres, rapports, articles en français, présentant les fonctionnements théoriques et pratiques des systèmes de retraites. Voir en particulier les rapports du Conseil d'orientation des retraites (« Retraites : les réformes en France et à l'étranger; le droit à l'information », deuxième rapport, 2004 ; « Retraites : questions pour 2008 », troisième rapport, 2006, « Retraites : perspective 2020 et 2050 », quatrième rapport, 2007) et le livre de P. Artus et F. Legros, *Le Choix du système de retraite*, Paris, Economica, 1999.

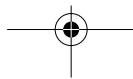




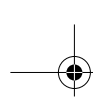
*Le ralentissement démographique actuel, défini comme une détérioration au cours du temps du rapport entre le nombre de personnes ayant atteint l'âge de la retraite et le nombre de celles en âge de travailler, entraîne des difficultés de financement croissantes pour les systèmes de retraites par répartition à l'œuvre dans les pays industrialisés. Sa conséquence est une élévation des transferts par personne active vers les seniors, alors même que les actifs savent que le taux de rentabilité implicite de leurs contributions au système sera devenu faible, sinon négatif, quand ils seront eux-mêmes devenus âgés et récipiendaires.*

*Le ralentissement démographique met aussi en difficultés le système de retraites par capitalisation, si les fonds de pension investissent au niveau national. En effet, le taux de rentabilité d'un montant donné d'épargne diminue si le capital ainsi financé sert une population active dont l'importance croît moins vite que dans le passé. Cependant, la mondialisation financière atténue beaucoup ce problème : les situations démographiques des pays du Nord et du Sud sont contrastées, et la rémunération d'un portefeuille géographiquement bien diversifié devrait être peu sensible au ralentissement démographique que connaissent les pays industrialisés.*

*Rappelons que la rémunération implicite des cotisations à un système de retraite par répartition est le taux de croissance de la masse salariale. Mesurée sur des périodes suffisamment longues et normales, cette rémunération est inférieure à la rentabilité d'un portefeuille qu'un fonds de pension aurait investi sur le marché financier mondial. Cependant, le système de retraites par répartition avait à l'origine financé les retraites de travailleurs ayant peu ou pas cotisé. Il avait été le plus souvent introduit quand, à la suite d'une situation dramatique (guerre, forte inflation, forte récession), ces travailleurs se*



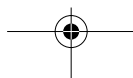
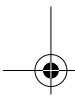


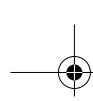


retrouvai<sup>ent</sup> avec une épargne insuffisante pour leurs vieux jours. L'effort de solidarité à leur égard a été financé par une « taxe » perpétuelle payée par toutes les générations ultérieures, dont le taux est l'écart entre le taux de rentabilité des placements financiers et le taux de croissance de la masse salariale.

Or, les réformes des systèmes de retraites, confrontés à une évolution démographique défavorable, incluent fréquemment une réduction de la part de la répartition au profit d'un développement des fonds de pension. En première approximation, cette substitution ne change pas grand-chose. Les réductions des cotisations au premier système seront placées par les salariés dans le second système. Parallèlement, la baisse des pensions versées par le premier système sera compensée, et au-delà, par la hausse de celles distribuées par le second système. Mais le système de répartition sera en déficit durant une période de transition où il devra continuer à verser les pensions aux bénéficiaires de droits acquis, tout en disposant de ressources moindres. Le coût de l'endettement public plus élevé qui résultera de cette situation devra être financé par une nouvelle taxe perpétuelle. Le poids de celle-ci annulera le gain pour le public résultant d'un taux de rentabilité plus élevé des fonds de pension comparativement au système de répartition. Ainsi, contrairement à une présentation commune mais trop simplificatrice, cette composante des réformes n'apporte guère de solution aux difficultés créées par la transition démographique.

Nous montrons ici qu'il n'existe pas de réforme « idéale » d'un système de retraites, c'est-à-dire telle que le bien-être de chaque génération s'améliore pour certains et reste inchangé pour les autres, comparativement à toute réforme alternative. Ce qui implique que l'on ne peut agir face au ralentissement démographique en rendant simplement le système de retraite existant plus efficient. Il y a un sacrifice à répartir entre toutes les générations, vivantes

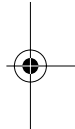




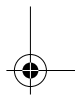
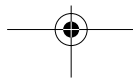
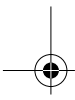
et à naître<sup>2</sup>. Une des possibilités serait de réduire les niveaux des pensions et d'augmenter celui des cotisations de toutes ces générations.

Mais les retraités vivants ne manqueraient pas de s'élever contre la réduction de leurs pensions et les actifs vivants contre la hausse de leurs cotisations. Si leur action politique aboutit, la consommation de ces agents, et donc la demande nationale, ne s'adaptera pas à une évolution de l'offre nationale devenue moins favorable. Le déficit commercial augmentera et sera financé par une hausse de l'endettement extérieur. Celui-ci sera laissé à la charge des générations futures, qui seront appauvries. Et il est évidemment tentant pour un gouvernement de faire supporter des sacrifices par les générations à venir plutôt que par les citoyens vivants.

Des éléments empiriques montrent que certains pays ont déjà fait un tel choix. Les délais prolongés dans l'adoption des réformes des systèmes de retraites, le caractère insuffisant de certaines réformes (en France), les longues périodes de transition (en Italie) sont autant de moyens de transférer aux générations futures des charges qui pourraient être supportées par les générations actuelles. L'évolution de la dette des administrations et des positions



2. Cette étude analyse les altérations des transferts intergénérationnels intervenant à la suite d'un ralentissement démographique. Elle n'étudie pas le rôle des politiques incitatives à l'allongement de la durée de la vie active et du paiement des cotisations. Sur ce point on pourra notamment consulter J.-O. Hairault, F. Langot et T. Sopraseuth, « Le double dividende des politiques incitatives à l'allongement de la durée de vie active », *Revue économique*, 57(3), 2006, p. 449-460 ; P.-Y. Hénin et T. Weitzenblum, dans « Welfare effects of alternative pension reforms : assessing the transition cost for French socio-occupational groups », *Journal of Pension Economics and Finance*, 4(3), 2005, p. 249-271, comparent les effets d'une réduction du montant des pensions à ceux d'un allongement de la durée de vie active, pour différentes classes sociales et risques de mortalité.





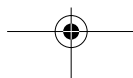
*nettes sur l'étranger de certains pays industrialisés, en premier lieu les États-Unis, mais aussi à un degré moindre l'Italie et le Royaume-Uni, voire la France, donnent à penser que ces pays se sont engagés dans cette voie.*

*Toutefois, la décision de transférer aux générations futures les coûts de réformes rendues nécessaires en raison du ralentissement démographique, n'a jusqu'à présent été mise œuvre que de façon modérée. Il existe une explication possible de ce fait : un gouvernement qui alloue des pensions trop généreuses à ses retraités lègue une dette publique et extérieure élevée au gouvernement suivant. Celui-ci, héritant d'un pays appauvri, va réduire les pensions de ses propres retraités. Or, ceux-ci constituent aussi la génération des individus jeunes et actifs de la période courante. Une sanction électorale potentielle peut suffire à modérer la prodigalité des gouvernements ce qui expliquerait les demi-réformes mises en œuvre dans la plupart des grands pays de l'OCDE. Il est cependant théoriquement possible que la sanction soit appliquée de façon trop bénigne. Dans ce cas, le pays s'engagera dans une politique d'endettements public et extérieur croissants, dont la charge appauvrira de plus en plus les générations ultérieures.*



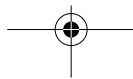
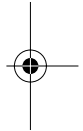
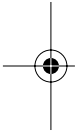
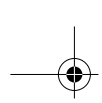
**Jean-Pierre Laffargue** est professeur à l'université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et chercheur au Cepremap<sup>3</sup>

3. Les éléments exposés dans cet opuscule sont le prolongement d'une étude menée pour le Commissariat général du plan. La rédaction a été partiellement effectuée lors de séjours à City University of Hong Kong. Nous tenons à remercier ces deux institutions pour leur soutien matériel et intellectuel. Nous avons aussi bénéficié de discussions très utiles avec B. Hazari et E. Yu à Hong Kong, et tout spécialement avec Ph. Askenazy et D. Cohen au CEPREMAP, ainsi que des réactions des participants à un séminaire donné à la Banque de France.





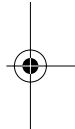
=Laffargue FM.book Page 12 Mercredi, 28. février 2007 7:44 19



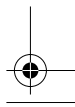
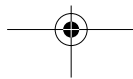
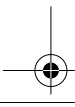


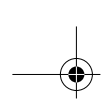
## Les difficultés introduites par le ralentissement démographique

La plupart des pays industrialisés tentent de réformer leurs systèmes de retraites, systèmes qui comportent tous une part plus ou moins importante de répartition<sup>1</sup>. Ces réformes ne trouvent pas leur origine dans une déception à l'égard du système par répartition ou dans une volonté d'améliorer l'efficacité de l'économie, mais plutôt dans une difficulté croissante à financer ce système à une époque de ralentissement démographique. F. Cairncross dans une excellente analyse de ces difficultés écrit<sup>2</sup> : « Une génération plus importante que jamais de personnes âgées devra être financée pour une durée plus longue que jamais par une population en âge de travailler dont la taille absolue diminue de façon continue pour la première fois depuis le temps de la Peste noire [...] De plus, si les choses se présentent mal en Amérique et encore plus mal en Europe continentale, elles deviendront un jour catastrophique dans un grand nombre de pays en développement ». Nous nous intéresserons ici aux seuls pays industrialisés. Mais, comme le

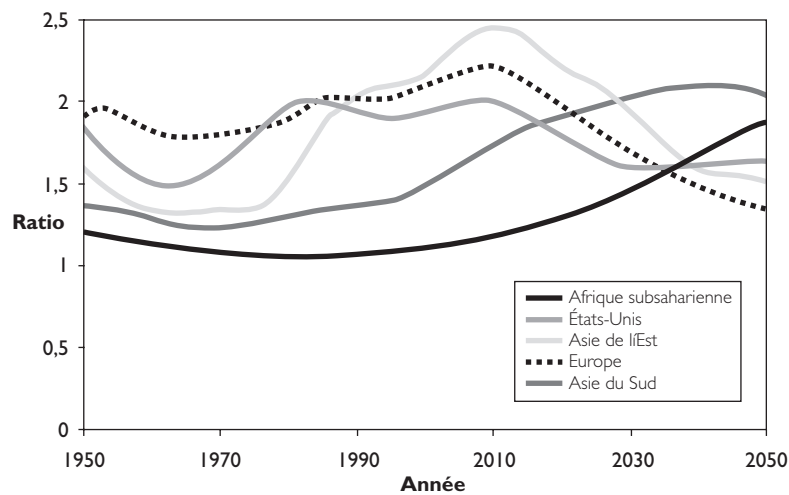


- 
1. Le deuxième rapport du Conseil d'orientation des retraites (2004) donne une analyse comparée de ces réformes dans les principaux pays européens et aux États-Unis. Nous n'examinerons pas ici certains aspects des réformes du système des retraites, comme l'allongement de la durée de cotisations ou le recul de l'âge de la retraite. Nous ne discuterons pas non plus le fait que la baisse du taux de fécondité, qui est une composante importante du ralentissement démographique, est endogène et pourrait justifier une baisse des pensions de retraites versées à la génération responsable de cette réduction. Cette génération n'a en effet pas eu à supporter les coûts d'éducation des enfants que supportaient les générations précédentes. Ce point est développé par H. W. Sinn, « Why a funded pension system useful and why is it not useful », *International Tax and Public Finance*, 7, 2000, p. 389-410.
  2. F. Cairncross, « Forever young. A survey of retirement », *The Economist*, 27 mars 2004.



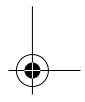
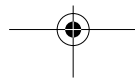
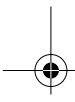


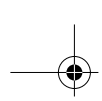
montre la figure 1, l'Asie de l'Est, et notamment la Chine vont connaître la même évolution démographique défavorable avec un retard d'une dizaine d'années seulement. La majorité des Chinois ne disposant d'aucune couverture par un système de retraites par répartition, cette évolution est un facteur explicatif important du fort taux d'épargne actuel de la Chine.



**Figure 1. Rapport entre la population âgée de 15 à 65 ans, et la population de moins de 15 ans et de plus de 65 ans (tiré de D. Bloom et D. Canning, art. cité.).**

Le ralentissement démographique dans les pays industrialisés présente deux composantes. D'abord, le taux de fécondité est devenu très bas dans certaines nations, comme en Italie, en Espagne, en Allemagne et au Japon. Il reste à un niveau approximativement compatible avec une population stable en France et au Royaume-Uni et est plus élevé aux États-Unis.

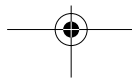
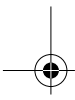
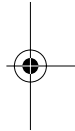




Ensuite, l'espérance de vie augmente dans tous les pays industrialisés. Si on complète ces deux évolutions par des données et des prévisions sur l'immigration, on peut calculer le taux de dépendance dans ces pays, c'est-à-dire le ratio du nombre de personnes âgées de 55 ans et plus au nombre de personnes dont l'âge est compris entre 20 et 54 ans et son évolution. Ce taux est actuellement relativement faible aux États-Unis et aux Pays-Bas (de l'ordre de 4/10) et est le plus élevé en Suède (6/10). Les prévisions du Conseil d'orientation des retraites (2004) pour l'année 2050 sont un taux de l'ordre de 12/10 en Espagne et en Italie, de 9 à 10/10 en Allemagne, en France, aux Pays-Bas, en Suède et au Royaume-Uni et de 7 à 8/10 aux États-Unis.

Le problème du ralentissement démographique a été considérablement amplifié par la baisse continue du taux d'activité des personnes à partir de 50 ans. Dans certains pays européens (dont la France) le taux d'activité des hommes entre 60 et 64 ans est passé de plus de 70 % en 1960 à moins de 20 % en 2000. Les récentes réformes des systèmes de retraites ont toutefois introduit des mécanismes incitant les travailleurs à rester actifs plus longtemps, et cette tendance a commencé à s'inverser. *The Economist* du 7 octobre 2006, se fondant sur le dernier rapport trimestriel de la Commission européenne, note que le taux d'activité des personnes âgées de 55 à 64 ans dans la zone euro est passé de 37,5 % en 2000 à 43,7 % en 2005.

Enfin, les difficultés provoquées par le ralentissement démographique sur le système de retraites par répartition sont aggravées dans le cas d'une croissance plus faible de la productivité, et en conséquence, de la masse salariale, que celle antérieurement observée et prévue. En Europe, cette croissance est devenue faible, comparativement aux années 1950 et 1960. Une hausse du taux de chômage a des effets similaires, et ce taux reste élevé dans la plupart des pays européens de façon plus importante que dans les années 1960.





## Les avantages respectifs des systèmes de retraite par capitalisation et par répartition

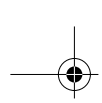
Les systèmes de retraites actuels diffèrent fortement d'un pays à un autre. En Italie, en Allemagne et en France, les pensions de retraites sont en grande partie versées par des systèmes par répartition. Au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et aux États-Unis, ces pensions sont versées en proportion à peu près égale par des systèmes par répartition et par capitalisation. Avant d'examiner la nature d'une réforme des systèmes de retraites en période de ralentissement démographique, et les difficultés que peut rencontrer la mise en œuvre de cette réforme, il nous faut discuter des fonctions et des justifications des deux composantes que sont la répartition et la capitalisation.

### CAPITALISATION

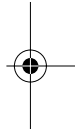
Supposons qu'il n'existe aucun système de retraites. En présence d'un marché financier fonctionnant efficacement, les individus vont épargner durant leur vie active et vivre du produit de leur patrimoine durant leur vieillesse et leur inactivité. Nous sommes alors dans un système de retraites par capitalisation, qu'il soit implicite ou constitué de fonds de pension à statut spécial, régulés par l'État et bénéficiant éventuellement d'avantages fiscaux. Un jeune cotisant à un fonds de pension ou, plus généralement qui se constitue une retraite future par capitalisation, percevra un revenu, quand il sera retraité, assis sur la somme de ses cotisations augmentée de la capitalisation des intérêts perçus.

Dans une économie où les marchés financiers des différents pays seraient segmentés, un système par capitalisation peut sembler fragile à la transition démographique. L'épargne qui est investie aujourd'hui devrait avoir un taux de rentabilité dans 10, 20 ou 30 ans d'autant plus élevé que le capital qu'elle aura financé servira une main-d'œuvre abondante. Donc, une baisse de la croissance démographique devrait réduire le taux de





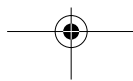
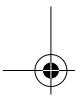
rentabilité de l'épargne investie en vue de la retraite en dessous de ce qui était espéré. Ainsi, J. Porteba constate que, de 1950 à 2003 aux États-Unis, la valeur réelle de l'indice Standard and Poor's a évolué parallèlement à la part de la population âgée de 40 à 64 ans, celle qui accumule et celle qui travaille, dans la population totale<sup>1</sup>. On peut donc craindre que cet indice baisse de 2012 à 2050, en même temps que la part de cette population. Cependant, comme nous sommes proches de la date où le taux de rentabilité de l'épargne pourrait baisser, les personnes actives auraient dû déjà commencer à réduire leurs investissements, et une moindre accumulation du capital freinerait la baisse de sa rentabilité en face d'une réduction future de la population active. De plus, les analyses économétriques de Porteba donnent des résultats contradictoires quant à une baisse réelle de la bourse américaine induite par la transition démographique d'ici 2050. La conclusion de cet auteur est que cette baisse pourrait se produire mais ne serait pas d'une grande ampleur.

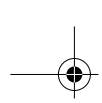


Nous pouvons d'ailleurs noter que fonder des prévisions de prix des actifs sur des prévisions démographiques est un exercice dangereux. En 1988, G. Mankiw (président du Council of Economic Advisers de 2003 à 2005) et D. Weil s'étaient fondés sur la diminution de la proportion de jeunes adultes dans la population américaine pour prévoir une baisse du prix réel de l'immobilier de 47 % aux États-Unis, de la date de leur étude à 2007. Or, les États-Unis ont connu après la moitié des années 1990, la plus forte hausse des prix réels de l'immobilier de leur histoire, qui vient de s'arrêter tout récemment.

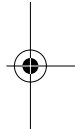
Mais, surtout, une des conséquences de la mondialisation financière est que l'épargne investie par les citoyens d'un pays a une rentabilité qui dépend de l'évolution à long terme de la population active, non pas dans

1. J. Porteba, « Population aging and financial markets », disponible sur <http://www.kansascityfed.org/publicat/Sympos/2004/sym04prg.htm>





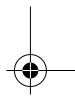
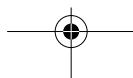
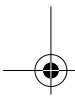
ce pays, mais mondialement. La figure 1 montre la non-synchronisation des transitions démographiques entre pays industrialisés et pays émergents. Celle-ci implique que la hausse du ratio de dépendance dans les premiers pays ne réduira guère le taux de rentabilité de l'épargne qui y est constituée en vue de financer les retraites futures. La diversification géographique de l'investissement de cette épargne peut être effectuée directement (par des fonds en actions étrangères) ou indirectement (en investissant dans des firmes nationales ayant effectué des investissements directs ou passé des accords de sous-traitances importants à l'étranger). Ainsi, les systèmes de retraites par capitalisation sont devenus clairement moins vulnérables à la transition démographique. C'est la raison pour laquelle les pays où la capitalisation représente une part importante du système des retraites, comme les Pays-Bas, sont moins soucieux de l'avenir de leur système que les autres pays. Dans la suite de notre exposé, nous supposerons le plus souvent que le taux d'intérêt des placements à long terme rémunérant l'épargne est exogène et fixe<sup>1</sup>.

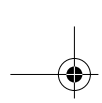


## RÉPARTITION

Les systèmes de retraites par répartition sont apparus, se sont généralisés ou ont été profondément modifiés, parce que les personnes les plus âgées de la population, en raison d'un contexte historique particulier, ne disposaient

1. Le modèle d'équilibre général INGENUE (équipe INGENUE, « Macroeconomic consequences of pension reforms in Europe : an investigation with the INGENUE World model », *CEPII Working Papers* n° 17, 2001), construit par le CEPII, le CEPREMAP et l'OFCE effectue une prévision du taux d'intérêt réel mondial jusqu'en 2050, prenant en compte le fait que la transition démographique se trouve à des stades d'avancement différents dans les pays industrialisés et dans les pays émergents. Selon cette prévision, ce taux passerait de 4,2 % par an en 2000 à 3,6 % par an en 2035, puis remonterait légèrement pour atteindre 3,7 % par an en 2050.

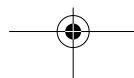
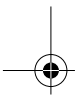
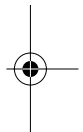
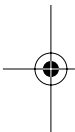


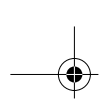


pas du capital leur permettant de financer une retraite décente. Cette défaillance a pu être due à l'inexistence d'un marché des capitaux suffisant ou à son effondrement à la suite d'une guerre, d'une forte inflation ruinant la valeur des rentes d'État ou d'une récession. Le système de Social Security américain a été créé le 13 août 1935, en raison de l'effondrement des plans de pensions des entreprises et des syndicats à la suite du krach boursier de 1929, puis de la Grande Dépression. Dans son analyse de l'hyperinflation allemande des années 1920, C. P. Kindleberger approfondit une analyse de Keynes et montre que le principal problème était alors un conflit entre classes sociales dans la répartition du revenu national<sup>1</sup>. Une déflation, avec le chômage qui en résulte, aurait réduit la part des salaires. Mais au lieu de cela l'inflation a ruiné les rentiers, définis comme les détenteurs de titres exprimés en termes nominaux. La part des revenus et des rentes dans le revenu national est passée de 15 % en 1913 à 3 % en 1925. La réforme monétaire allemande de 1948 a utilisé un moyen encore plus direct pour annuler 90 % des dettes et des actifs nominaux. Mais d'autres pays, comme la France et l'Italie, ont réduit les valeurs réelles de ces dettes dans les années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale, en recourant à l'inflation et à une succession de dévaluations. Les titres de rente avaient souvent été accumulés par les ménages durant leur vie active pour assurer leurs vieux jours. Les événements des deux côtés de l'Atlantique ont été à l'origine d'une méfiance durable de l'opinion à l'égard des fonds de pension et de la retraite par capitalisation. Dans un tel contexte, l'instauration d'un système par répartition paraissait la meilleure solution.

Dans un système de retraites par répartition, les agents doivent cotiser pour une part fixe de leurs revenus du travail. Le budget à distribuer aux retraités est alors proportionnel à la masse salariale. Ainsi, le jeune qui

1. C. P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2007.





cotise à ce système recevra une rémunération implicite sur ses cotisations égale au taux de croissance de la masse salariale. Nous approximerons parfois ce taux dans cet opuscule par le taux de croissance du PIB.

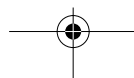
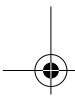
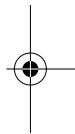
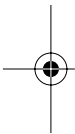
### COMPARAISON DES TAUX DE RENTABILITÉ MOYENS DES DEUX SYSTÈMES

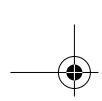
Les macroéconomistes admettent généralement que le taux d'intérêt des placements à long terme, qui est en réalité une moyenne des taux de rentabilité de différents actifs financiers, mais aussi immobiliers, est supérieur au taux de croissance. M. Feldstein avance des ordres de grandeur de 6 % par an pour le premier taux et de 2 % par an pour le second (après élimination de l'inflation)<sup>1</sup>. Cette évaluation est approximativement compatible avec les nombreuses études empiriques portant sur « l'énigme de la prime de risque », qui montre que sur une longue période et pour les principaux pays industrialisés, le taux de rentabilité réel des actions est de 6 % par an supérieur au taux de rendement réel des bons du Trésor, qui est lui-même de l'ordre de 1 à 3 % par an<sup>2</sup>.

Ces comparaisons doivent être faites sur des périodes suffisamment longues pour avoir un sens : les taux d'intérêt, les cours boursiers, mais aussi les taux de croissance, fluctuent beaucoup au cours du temps, et il est toujours possible de trouver des périodes relativement brèves où l'écart entre le taux de rentabilité moyen des actifs et le taux de croissance de l'économie est soit encore plus élevé que les évaluations ci-dessus, soit plus faible ou même négatif. Cependant, un article du Congressional Budget Office de 2004 remarque, pour les États-Unis, que le taux d'intérêt réel sur

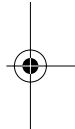
1. M. Feldstein, « Structural reform of social security », NBER Working Paper n° 11098, 2005.

2. R. Mehra donne une bonne revue de cette littérature : « The equity premium : why is it a puzzle », NBER Working Paper, n° 9512, 2003.





les obligations d'État à 10 ans, qui constituent un placement très sûr; a été en moyenne de 4,6 % par an sur la période 1980-2003<sup>1</sup>. Sur la même période, la masse salariale (en dollars constants) a augmenté au taux annuel moyen de 2,2 % par an. Un article de H. W. Sinn donne le taux de rentabilité réel implicite du système de répartition allemand, pour chaque cohorte de travailleurs identifiée par l'année où elle a commencé à travailler<sup>2</sup>. Ce taux baisse régulièrement de 2,8 à 1,7 % par an sur la période 1957-2000. Cette évolution suit sensiblement celle de la masse salariale allemande. Si ces travailleurs avaient placé ces cotisations en obligations d'État à 10 ans, leur taux de rentabilité aurait fluctué, sans marquer de tendance, entre 4,3 et 3,9 %. Nous pouvons enfin citer une étude du Deutsche Bank Research qui montre que le taux de rentabilité des plans de retraite américains par capitalisation 401(k) sur une période de 10 ans s'achevant en 2002, a été de 6,4 % par an<sup>3</sup>. Sur la même période, le taux de rentabilité implicite des cotisations versées au système de Social Security fut de 1,5 à 2 % par an. En conclusion, le jeune qui est obligé de cotiser pendant plus de quarante années à un système de retraites par répartition bénéficiera pour ses vieux jours d'un revenu nettement inférieur à celui qu'il aurait perçu s'il avait partagé la même somme d'argent entre un fonds de pension et l'achat plus rapide d'un logement. Sinn estime que la pension de retraite que perçoivent les travailleurs allemands est actuellement égale à 50 % de ce qu'elle aurait été si leurs cotisations avaient été investies en obligations d'État<sup>4</sup>. Cette

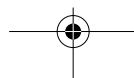


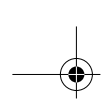
1. Congressional Budget Office, « How pension financing affects returns to different generations », *Long-Range Fiscal Policy Brief*, n° 12, 2004.

2. H. W. Sinn, « Why a funded pension system is useful and why it is not useful », art. cité.

3. « Reform of the US pension system : political controversies defeat demographic and financial realities », *Economics, International topics, Current Issues*, 2005.

4. H. W. Sinn, « Why a funded pension system is useful and why it is not useful », art. cité.





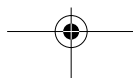
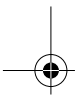
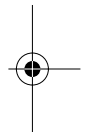
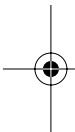
proportion baissera encore et atteindra 40 % en 2025. L'écart serait encore plus fort si cette épargne avait été placée dans un portefeuille diversifié, notamment géographiquement.

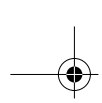
### TAXATION IMPLICITE À UN SYSTÈME PAR RÉPARTITION

Si toutes les générations ayant cotisé au système par répartition sont perdantes, seule la première génération bénéficiaire, celle des personnes âgées qui disposaient d'une épargne insuffisante pour leur assurer des vieux jours décents, a été gagnante. On peut donc considérer que l'effort de solidarité à l'égard de cette première génération a été financé par une taxe perpétuelle sur les générations suivantes de cotisants, dont le taux est égal à l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Le système par répartition organise donc un transfert intergénérationnel éternel au profit de la première génération de personnes âgées. Le caractère équitable de ce système dépend alors des raisons pour lesquelles cette génération n'avait pas constitué une épargne suffisante.

L'article du Congressional Budget Office fournit une bonne illustration de ce qui précède<sup>1</sup>. Il montre dans un graphique pour les cohortes nées chaque année depuis 1876, le gain net perçu du système de Social Security américain. Ce gain additionne les valeurs actualisées des pensions perçues et, en négatif, des contributions versées. En régime stationnaire, ce gain net doit être négatif, puisque, comme nous l'avons noté, le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance de la masse salariale. Ce même graphique montre que le gain est positif pour la première génération, puis augmente et atteint un pic pour la génération née en 1915. Il diminue ensuite, et devient négatif (et relativement stable) pour les générations nées après

1. Congressional Budget Office, « How pension financing affects returns to different generations », art. cité.

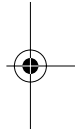




1935. L'article remarque que le transfert intergénérationnel dont ont profité les personnes nées avant 1935 trouve une certaine justification dans les souffrances que celles-ci ont subies à la suite de la Grande Dépression et de la Seconde Guerre mondiale<sup>1</sup>.

### RISQUES DES DEUX SYSTÈMES

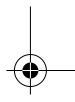
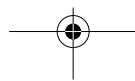
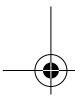
Les systèmes de retraites par capitalisation et par répartition soumettent leurs cotisants à des risques bien différents<sup>2</sup>. Les fonds de retraite par capitalisation font face aux risques habituels des placements financiers, avec des horizons très lointains pour leurs adhérents les plus jeunes. Par exemple G. Burtless considère le cas d'un travailleur américain qui travaillerait 40 ans, épargnerait durant toute cette période et investirait ses économies dans un portefeuille reproduisant l'indice *Standard and Poor's*<sup>3</sup>. Ce travailleur utiliserait ensuite son capital pour acheter une rente viagère gagée sur des obligations de l'État. Il subirait le risque boursier durant sa vie active, puis le risque d'une inflation non anticipée durant sa retraite. Le premier risque se manifesterait de façon particulièrement dramatique si le travailleur prenait sa retraite dans une période suivant une forte baisse des cours boursiers (par exemple en 1975). Burtless établit que le taux de rentabilité réel de l'épargne de ce travailleur (calculée à l'âge de sa mort) dépend fortement

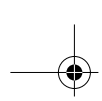


1. Les opposants à cette justification citent l'histoire d'Ida May Fuller, qui rejoignit le système de Social Security nouvellement créé aux États-Unis, peu avant de prendre sa retraite. Sa contribution fut de 44 dollars et le total des pensions qu'elle perçut de 20 934 dollars.

2. Une bonne analyse comparée des risques des systèmes par répartition et par capitalisation est présentée au chapitre 4 de l'ouvrage de P. Artus et F. Legros, *Le Choix du système de retraite*, op. cit.

3. G. Burtless, « Risk and returns of stock market investments held in individual retirement accounts », *Task Force on (social) Security Reform*. House Budget Committee, 1999.

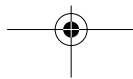
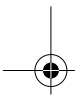
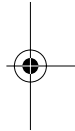




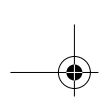
de l'année où il prendrait sa retraite. Sur l'intervalle 1910-1995, ce taux a fluctué de 2 à 7,8 % par an avec une moyenne de 5,2 % par an. Les variations observées sont considérables, bien que l'on puisse estimer qu'elles seront plus faibles à l'avenir dans le cas d'un portefeuille géographiquement bien diversifié, et bénéficiant des progrès de l'ingénierie financière et des capacités des États à stabiliser leurs économies. On peut notamment penser qu'un fonds de pension soucieux de l'intérêt de ses cotisants placera le patrimoine de ses adhérents sur le marché des actions, dont la moyenne et la volatilité de rentabilité sont élevées, au début de leur vie active. Ultérieurement ce patrimoine verra sa part constituée d'obligations, moins rémunératrices mais moins risquées, augmenter<sup>1</sup>.

Un système de retraites par répartition subit le risque dû à l'incertitude sur les évolutions de la population active, du taux de chômage et de la productivité du travail à des horizons de trente ou quarante ans. Burtless note que le taux de rentabilité réel du système de Social Security a pu être négatif pour certaines générations de travailleurs. Mais ce taux a été le plus souvent assez stable, de l'ordre de 1 à 1,5 % par an. Ces valeurs sont cependant nettement plus basses que le taux minimum obtenu avec la stratégie de capitalisation décrite plus haut. D'autre part les effets du

1. Un livre d'A. Munnell et A. Sunden montre que des progrès dans la gestion des plans et des fonds de pension sont encore à faire : *Coming up Short : The Challenge of 401(k) Plans*, Washington, D.C., Brookings Institution Press, 2004. Aux États-Unis les plans 401(k) sont des plans de pension volontaires bénéficiant d'avantages fiscaux. Ils sont financés par l'épargne des travailleurs et par des contributions des employeurs. Plus de la moitié de ces plans ne sont composés que d'actions ou n'en comprennent aucune. Il y a peu de recomposition du portefeuille au profit d'obligations quand le salarié devient plus âgé. Un cinquième des plans comportent plus de 20 % d'actions de l'entreprise où travaille le salarié. Quand le salarié prend sa retraite le plan lui verse la totalité de son capital au lieu de lui proposer une rente viagère. Une partie de ces problèmes provient de ce que ces plans sont proposés par l'entreprise à ses salariés.







ralentissement démographique vont s'aggraver avec le temps et de façon plus dramatiques en Europe qu'aux États-Unis. A. Muralidhar écrit : « La crise actuelle du système de retraites par répartition peut difficilement être surestimée. Une croissance faible de la productivité et de la population active nécessiterait d'augmenter les cotisations de 12 à 20 % aux États-Unis et en Europe, où elles sont déjà de l'ordre de 25-30 %, à des niveaux beaucoup plus élevés. De tels niveaux seront insoutenables et la volatilité des contributions est très élevée pour de petites modifications dans les paramètres du système<sup>1</sup> ».

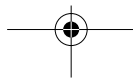
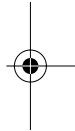
Enfin, le système par répartition repose sur la foi en la générosité des générations futures qui financeront les retraites de leurs aînés. Cette générosité est incertaine : ces jeunes pourraient décider de réduire leur participation au système de retraites par répartition, et placer l'argent ainsi disponible dans des fonds de pension où sa rentabilité serait plus élevée. Les réformes récentes des systèmes de retraites par répartition dans de nombreux pays européens n'avaient probablement pas été prévues par les travailleurs qui cotisaient il y a 15 ou 20 ans, ceux-ci pouvant se considérer comme lésés relativement aux avantages dont ont bénéficié leurs aînés.

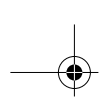
## Les difficultés de réforme d'un système de retraites dans un contexte de ralentissement démographique

### LE PROJET DE RÉFORME DU PARTI RÉPUBLICAIN AUX ÉTATS-UNIS

La tentative récente de réforme du système de retraites par répartition aux États-Unis permet d'examiner cette question d'une façon particulièrement éclairante.

1. A. Muralidhar, « Communication », Conférence du 24-25 septembre 2004, *Reforming European Pension*, Luxembourg Institute for European and International Studies.



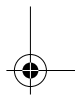
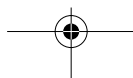
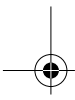
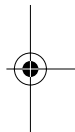
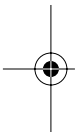


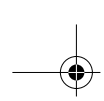
Dans les mois qui ont suivi la réélection de George Bush, *The Economist* a publié une série d'articles sur la réforme du système de retraites que le président des États-Unis et le Parti républicain souhaitaient instaurer<sup>1</sup>. Cette réforme devait réduire l'importance du système général de retraites américain par répartition (Social Security) au profit d'un système reposant largement sur des comptes personnels d'épargne. Plus précisément, les travailleurs cotisant au système de Social Security pour 12,4 % de leur salaire auraient la possibilité de réduire leur contribution de 4 % et de transférer cet argent vers des fonds de pension privés. Leurs retraites futures par répartition seraient réduites en conséquence. Mais la réforme ne devait pas diminuer les pensions perçues par les personnes actuellement retraitées, ni conduire à une augmentation des impôts. Comme une baisse sensible des dépenses publiques semblait difficile à imaginer, la transition de l'ancien système vers le nouveau devait être financée par un recours à l'emprunt public, et ce à un degré d'autant plus élevé que la réforme serait rapide. Les prévisions de l'endettement supplémentaire du gouvernement américain résultant de cette réforme allaient de 0,75 à 5 trillions de dollars au cours des dix années à venir (la dette publique du gouvernement américain était de l'ordre de 4,3 trillions de dollars fin 2004).

Les partisans de cette méthode de financement de la réforme ont fait remarquer que celle-ci ne ferait que substituer une dette officielle à une dette implicite de l'État (son engagement à assurer le paiement des retraites futures). Ils faisaient également remarquer que cette dette serait souscrite par les jeunes générations, trouvant en elle l'emploi de l'argent qu'elles auront cessé de verser au système de retraites par répartition.

---

1. Parus dans les numéros des 11 novembre et 9 décembre 2004 et des 13 janvier, 3 février, 10 février et 24 février 2005. Voir également l'excellent article du Deutsche Bank Research, « Reform of the US pension system : political controversies defeat demographic and financial realities », art. cité.





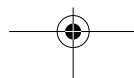
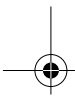
Le principal but de cette réforme était de réagir à la détérioration des comptes du système de retraites par répartition résultant du ralentissement démographique et, plus précisément, de la baisse continue du rapport du nombre de cotisants au nombre de pensionnés. En 1960, il y avait cinq travailleurs contribuant au système pour un pensionné. Ces chiffres sont actuellement de 3 pour 1 et ils passeront à 2 pour 1 en 2025.

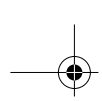
### **RÉDUCTION DE LA RÉPARTITION AU PROFIT D'UN DÉVELOPPEMENT DES FONDS DE PENSION : UNE RÉFORME QUI N'A QUE PEU D'EFFETS**

Le projet de réforme américain inclut la réduction de l'importance relative de la part des pensions de retraites distribuée par le système de répartition et l'augmentation de la part versée par des fonds de pension. Cette mesure est présente dans beaucoup d'autres réformes du système de pensions. La Banque mondiale, par exemple, a joué un grand rôle dans les réformes des systèmes de retraites de nombreux pays en développement, en transition ou émergents dans les années 1990 et 2000. Elle a encouragé, notamment à l'aide de prêts, l'instauration d'un système à trois piliers, dont le premier était un système public par répartition, le deuxième un système de fonds de pension gérés de façon privée et le troisième l'accumulation d'une épargne personnelle. Elle a favorisé la réduction de l'importance du premier système au profit du développement du second. Un groupe d'experts indépendants a évalué l'action de la Banque mondiale sur la période 1984-2004 dans soixante-huit pays<sup>1</sup>. Les conclusions du rapport sont assez sévères : les actifs des fonds de pension créés sont souvent peu diversifiés, la proportion de personnes couvertes par un système de retraites n'a guère augmenté, l'épargne nationale n'a pas progressé, le marché financier national ne s'est



1. Banque mondiale, *Pension Reforms and Development of Pension Systems. An Evaluation of World Bank Assistance*, Washington, The World Bank, 2006.



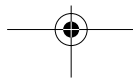
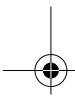
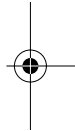
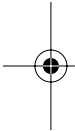


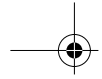
pas développé et la flexibilité du marché du travail ne s'est pas améliorée. Le principal reproche du rapport est que l'action de la Banque mondiale n'a pas contribué à réduire la pauvreté chez les personnes âgées, alors que c'était l'un de ses premiers objectifs. Or, nous allons voir qu'en première approximation, la substitution partielle de fonds de pension au système par répartition n'a aucun effet important et ne permet donc pas de résoudre les difficultés créées par le ralentissement démographique.

La principale différence entre un système de retraites par répartition et par capitalisation est que le premier inclut un prélèvement fiscal implicite, servant à financer les retraites versées aux premiers bénéficiaires qui n'avaient pas ou peu cotisé. Il est possible de modifier l'importance relative des deux systèmes, sous la contrainte de continuer à assurer ce prélèvement fiscal, et de ne pas changer les pensions versées aux personnes retraitées au moment où s'effectue cette réforme, sans affecter le bien-être de quiconque. Démonstrons cela en commençant par examiner le cas de la première génération touchée par cette modification.

Cette génération bénéficie d'une baisse des cotisations qu'elle paie durant sa vie active au système de répartition. En contrepartie, celui-ci lui versera, quand elle sera devenue âgée, une retraite diminuée d'un montant égal à la baisse des cotisations, augmentée du taux de croissance de la masse salariale. Cette génération investit les cotisations non versées dans des fonds de pension, qui placeront cet argent sur les marchés financiers. Ces fonds pourront alors distribuer une retraite égale à ce placement augmenté des intérêts capitalisés.

Le système de retraite par répartition doit continuer à verser les pensions de retraites dont les droits ont déjà été acquis. Comme ses recettes ont diminué, ce système subit un déficit qui sera couvert par l'emprunt public, c'est-à-dire par une émission d'obligations d'État à long terme au taux d'intérêt du marché. Ces obligations pourront être achetées par les fonds de pension (mais il est probable que ceux-ci préféreront souscrire des





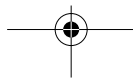
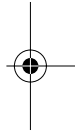
titres plus rémunérateurs, actions ou obligations, acquis sur les marchés internationaux, ce que nous discuterons un peu plus loin).

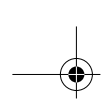
La génération considérée a donc transféré une partie du revenu qu'elle « plaçait » dans le système de retraites par répartition, à l'acquisition (plus ou moins directe) d'obligations d'État. La rentabilité du second placement est plus élevée que celle du premier. Pour sa part l'État a substitué à une dette implicite du système de retraites par répartition à l'égard de ses cotisants, une dette publique officielle, dont le coût est plus élevé.

Le déficit du système de retraites par répartition est transitoire : quand les droits à pension acquis avant la réforme auront expiré, les pensions seront ajustées aux nouvelles cotisations et il n'y aura plus de déficit. Il n'en reste pas moins vrai que la dette publique a durablement augmenté, et que même si elle s'est substituée à une dette implicite, le coût de la première est plus élevé que celui de la seconde.

Cet écart de coût sera financé par une taxe qui aura pour conséquence d'annuler le gain dont bénéficie le public en ayant transféré une partie de son « épargne » du système de retraites par répartition vers des fonds de pension, où elle est mieux rémunérée. Par conséquent, la réforme n'a aucun effet profond.

L'équivalence que nous venons d'établir entre retraite par répartition et retraite par capitalisation n'est valable qu'en première approximation. Par exemple, la réforme considérée ici remplace une partie de la dette publique officieuse à l'égard des retraités et des futurs retraités, incorporée dans un système de retraite par répartition, par une dette publique officielle prenant la forme de titres détenus par les épargnants. Or, nous pouvons estimer que si l'État voulait mener une politique d'assainissement de ses finances, il lui serait moins difficile de réduire le premier type de dette en effectuant une réforme du système de retraites, que de répudier une partie de sa dette publique officielle. Ainsi, la réforme considérée réduirait à l'avenir la liberté d'action de l'État.

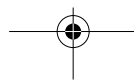
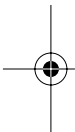




D'autre part, les fonds de pension préféreront placer leurs ressources sur les marchés financiers internationaux, parce que la rémunération serait supérieure à la dette publique nouvellement émise, plutôt que de souscrire des titres de cette dette. P.-O. Gourinchas et H. Rey font une analyse fascinante du rôle des États-Unis comme intermédiaire financier mondial de 1952 à nos jours<sup>1</sup>. Ce pays s'est toujours financé par l'émission d'actifs liquides, sûrs et à taux fixes en dollars, par exemple des bons du Trésor américain. Il a investi dans le reste du monde à un degré croissant sous forme d'actifs plus risqués, moins liquides et à plus long terme. Les États-Unis ont notamment développé les investissements directs et l'achat d'actions et réduit l'importance de leurs prêts bancaires. Les portefeuilles de titres, notamment à taux variables, détenus par les Américains, ont été de plus en plus diversifiés sur le marché international, surtout à partir de la fin des années 1990. L'écart entre les rémunérations moyennes de l'actif et du passif des États-Unis a augmenté au cours du temps. Cette différence a créé un effet de levier, qui implique que les gains de l'actif brut des États-Unis permettent de financer un passif brut qui lui serait supérieur de plus de 40 %. La substitution d'une partie de la retraite par répartition par un système de fonds de pensions pourrait donc renforcer ce rôle d'intermédiaire financier des États-Unis et rapporter un revenu net positif à ce pays.

Cette réforme pourrait aussi avoir de l'importance parce que les cotisations d'un système de retraites par répartition sont assises de façon rigide sur les salaires perçus et constituent un placement à un taux de rentabilité inférieur aux taux d'intérêt du marché. Ce système inclut donc une taxe implicite sur les salaires, ce qui décourage les gens de travailler et contribue à diminuer le taux d'emploi et la production nationale. Les partisans

1. P.-O. Gourinchas et H. Rey, « From World banker to World venture capitalist : US external adjustment and the exorbitant privilege », NBER Working Paper, n° 11563, 2005.



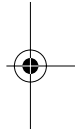


de cette réforme, comme M. Feldstein, estiment qu'elle améliorerait l'efficacité de l'économie en encourageant les actifs à augmenter leur offre de travail<sup>1</sup>. Cependant, la réduction de la taxe implicite incluse dans le système par répartition devrait être remplacée par l'instauration d'une autre taxe, donnant le même produit et dont le but serait de stabiliser la dette publique explicite plus élevée. Rien ne dit que cette nouvelle taxe ne créerait pas des distorsions économiques aussi sérieuses que la taxe qui aurait été réduite.

Diminuer la répartition au profit d'une augmentation des fonds de pension pourrait avoir des effets favorables ou défavorables, qui dépendront des modalités de mise en œuvre de cette réforme. Elle n'affecterait cependant guère les difficultés croissantes des États-Unis à faire face aux engagements du système de Social Security dans la période de ralentissement démographique actuel.



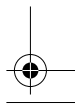
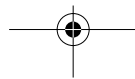
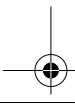
### QUI VA SUPPORTER LE SACRIFICE ?

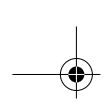


À un instant donné, l'État en incluant dans celui-ci le système de retraites par répartition, crée une dette publique. Il va percevoir pour les périodes courantes et futures des ressources fiscales, va verser des transferts et effectuer des dépenses. La solvabilité de l'État implique que sa dette soit égale à la somme des valeurs actualisées de ses ressources déduites de ses transferts et de ses dépenses futures. À législation inchangée, la transition démographique va réduire ce dernier montant. L'État devra alors arbitrer entre trois solutions :

- soit il réduit immédiatement ses dépenses et ses transferts et, plus précisément dans le cas qui nous intéresse ici, le montant des pensions versées aux retraités ;

<sup>1</sup> M. Feldstein, « Structural reform of Social Security », art. cité.



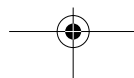
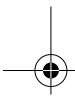
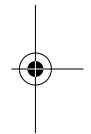
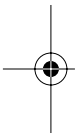


- soit il augmente ses ressources courantes, par exemple les cotisations de retraites versées par les personnes en activité ;
- soit il ne change pas sa politique dans l'immédiat et laisse donc la dette publique augmenter, c'est-à-dire qu'il repousse à plus tard la résolution du problème de sa solvabilité.

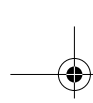
La première solution revient à faire supporter le sacrifice par les retraités ou par les personnes actives en âge d'avoir acquis suffisamment de droits à la retraite. La deuxième solution fait porter le sacrifice sur les personnes en activité. La troisième solution revient à repousser l'échéance du sacrifice. À cette échéance, l'État devra le répartir entre les différentes générations vivantes ou pas encore nées.

Il est bien sûr possible de combiner les deux premières solutions, c'est-à-dire de réduire le montant des pensions versées et d'augmenter les cotisations. Le rapport du Conseil d'orientation des retraites de 2004 donne de nombreux exemples de réformes des systèmes de retraites dans les pays industrialisés. La diminution des pensions versées aux personnes déjà retraitées prend souvent la forme d'une modification de leurs règles d'indexation : salaire net plutôt que salaire brut (Allemagne), indice des prix à la consommation plutôt que salaire moyen (France, Angleterre, Italie). La diminution des pensions versées ultérieurement peut se faire en augmentant la durée sur laquelle est calculé le salaire moyen de référence (France). On peut aussi, dans le calcul de cette moyenne, amplifier le salaire de chaque année passée de la simple hausse des prix et non plus de la hausse du PIB ou du taux de salaire moyen de l'économie, jusqu'à la date actuelle (Italie et États-Unis). Une autre possibilité consiste à passer partiellement d'un système à bénéfices définis (c'est-à-dire à niveau de pension clairement spécifié) à un système à contributions définies auxquelles s'ajustent les pensions distribuées (Allemagne, Suède).

Le ralentissement démographique apparaît comme une caractéristique durable des économies industrialisées. La deuxième solution revient alors







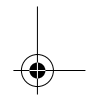
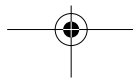
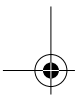
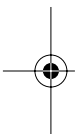
à maintenir les retraites à un niveau inchangé et à effectuer une hausse adéquate des cotisations payées par les jeunes actifs, de façon à maintenir équilibré à chaque instant le budget du système de retraites par répartition. Durant son cycle de vie, un individu paiera davantage pendant sa période d'activité et percevra une retraite inchangée quand il sera devenu inactif. Son revenu actualisé à sa naissance aura donc diminué. Cependant, les personnes qui sont devenues retraitées au moment où la réforme a été mise en œuvre vont continuer à percevoir une retraite inchangée, alors que les cotisations qu'elles avaient versées quand elles étaient jeunes n'avaient pas été augmentées. On a donc un transfert intergénérationnel semblable à celui instauré au moment de l'introduction du système de retraites par répartition (mais sans justification de morale ou d'équité).

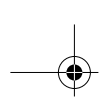
La combinaison des deux types de réformes garantissant l'équilibre budgétaire du système par répartition permet de répartir le sacrifice entre toutes les générations. Elle réduit le revenu de la première génération des retraités comme le revenu actualisé à la naissance de toutes les générations suivantes.

### **RÉSISTANCE POLITIQUE DES GÉNÉRATIONS VIVANTES ET TRANSFERT DU SACRIFICE AUX GÉNÉRATIONS FUTURES**

Une réforme combinant hausse des cotisations et baisse des pensions, sans modification du budget de l'État ni de la dette publique<sup>1</sup>, pourrait rencontrer

1. Le revenu de chaque génération baisse durant sa vie active et durant sa retraite. Il est possible de montrer que ces générations sont alors incitées à augmenter leur épargne dans la période active de leur vie pour limiter leur baisse de pouvoir d'achat quand elles auront cessé de travailler. Pour cette raison, cette réforme conduit à un développement presque automatique du système par capitalisation et des fonds de pension.





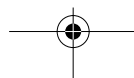
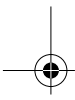
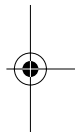
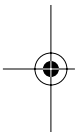
une forte résistance politique de la part des personnes retraitées ou proches de l'âge de la retraite, comme de celle des jeunes actifs. D. Miles et A. Cerny écrivent : « Des Gouvernements démocratiquement élus, qui sont confrontés à des électeurs qui privilégient les implications directes pour eux-mêmes (et non pas pour les générations futures) des réformes des systèmes publics de retraites, obtiendront difficilement un soutien politique pour ces réformes [...] Ces générations rassembleront une majorité d'électeurs, qui bloqueront de façon permanente les tentatives de réformes<sup>1</sup> [...] ». F. Cairncross complète ces considérations en suggérant que, dans la plupart des pays industrialisés, le pouvoir politique des personnes âgées a augmenté dans la période récente<sup>2</sup>.

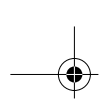
Dans la réforme proposée par le Parti républicain et le président des États-Unis, la substitution d'une partie des retraites par répartition par des fonds de pension, et le recours à l'endettement public pour financer la transition, ne permettent guère de résoudre les problèmes créés par le ralentissement démographique. Une des solutions à ce ralentissement serait de réduire les pensions versées par le Social Security et de modérer la baisse des cotisations à ce système. Or la réforme maintient les pensions au même niveau.

L'absence de sacrifice assumé par les personnes retraitées au moment de l'application de la réforme entraînerait un sacrifice plus important pour les générations suivantes. La diminution des cotisations des générations suivantes pendant leur période d'activité provoquerait une baisse particulièrement forte des pensions qu'elles percevraient à leur retraite, s'ajoutant

1. D. Miles et A. Cerny, « Risk, return and portfolio allocation under alternative pension systems with incomplete and imperfect financial markets », CEPR, Discussion Paper n° 2779, 2001.

2. F. Cairncross, « Forever young. A survey of retirement », art. cité.



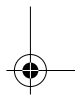
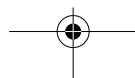
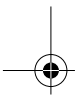


à la hausse des impôts nécessaire pour stabiliser une dette publique devenue plus élevée.

Ainsi, alors que la croissance est freinée par le ralentissement démographique, la consommation des retraités reste la même. La consommation des actifs va diminuer si la valeur actualisée des pensions perçues ultérieurement déduite des cotisations et des impôts qu'ils versent, diminue. Si les sacrifices supportés par les actifs sont suffisants, alors la réduction de l'offre nationale résultant d'une croissance plus lente est confrontée à une diminution de même ampleur de la demande nationale, et la balance commerciale ne se détériore pas. Mais, si ces sacrifices sont insuffisants, alors la consommation des actifs diminue trop faiblement et la demande nationale dépasse la production. Dans ce cas, qui correspond à la troisième solution, l'écart est comblé par un déficit de la balance commerciale, qui est financé par une augmentation de l'endettement extérieur<sup>1</sup>. Ainsi, alors que dans le cas d'une simple substitution d'une partie du système de répartition par des fonds de pension, la dette supplémentaire de l'État avait pour contrepartie une épargne supplémentaire équivalente de la part des actifs, dans le cas considéré maintenant, une partie de cette dette doit être financée par le reste du monde. Si la réforme discutée aux États-Unis était mise en œuvre, il est probable que le pays vivrait d'abord au-dessus de ses moyens et augmenterait son endettement extérieur. Les générations ultérieures hériteraient alors d'une dette extérieure plus forte, dont la stabilisation nécessiterait un excédent commercial plus élevé. Ces générations devraient donc réduire leur consommation.



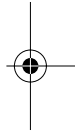
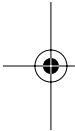
1. Pour simplifier notre exposé nous ne prenons pas en compte le fait que si la baisse du nombre d'actifs réduit la production intérieure, elle diminue aussi l'investissement nécessaire pour employer ces actifs. Ce dernier effet tend à améliorer la balance commerciale.



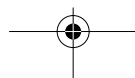


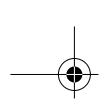
En résumé, la réforme du système de retraites discutée aux États-Unis, en refusant de réduire le bien-être des retraités, doit abaisser encore plus le bien-être des actifs vivants ou celui des générations futures. Dans le premier cas, une diminution de la consommation nationale s'ajuste à la croissance plus lente de la production et la balance commerciale ne se détériore pas. L'augmentation éventuelle de la dette publique est entièrement souscrite (directement ou indirectement) par les fonds de pension auxquels contribuent les actifs. Dans le second cas, la consommation nationale ne s'ajuste pas à la réduction de la croissance, la balance commerciale se détériore et l'endettement extérieur croît. Alors, l'augmentation de la dette publique n'est que partiellement souscrite par les actifs vivant et les générations futures s'appauvriront.

M. Feldstein a défendu une forme modérée du projet de réforme américain<sup>1</sup>. La transition serait financée, certes, en partie, par l'emprunt public, mais aussi par une réduction des retraites, une augmentation des cotisations et un allongement de la durée de vie active. Un système d'incitation encouragerait les actifs employés à affecter davantage aux fonds de pension que la réduction de leur contribution au système de retraites par répartition, cela dans le but de contrecarrer la baisse de l'épargne américaine qui ne manquerait pas de se produire. La réforme que propose Feldstein n'aurait donc que peu de chances de détériorer notablement la balance commerciale des États-Unis et de transférer un montant important de revenus des générations futures vers les générations vivantes. Il est cependant douteux que si la réforme proposée par le président des États-Unis et le Parti républicain était mise en œuvre, la répartition du sacrifice intergénérationnel soit aussi équilibrée. N'oublions pas que les personnes qui ne sont pas encore nées ne peuvent ni voter ni protester, et qu'il est



1. M. Feldstein, « Structural reform of Social Security », art. cité.

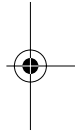




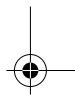
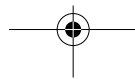
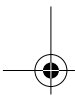
donc tentant de leur transférer des sacrifices qui auraient dû être à la charge des actifs ou des retraités vivants.

### ÉCHEC DU PROJET DE RÉFORME DU PARTI RÉPUBLICAIN

Les propositions de réforme du gouvernement américain ont fait l'objet d'une forte résistance, d'abord de la part de la totalité des élus démocrates, mais aussi de la majorité de l'opinion américaine, à l'initiative de la puissante AARP, association des retraités comptant 35 millions d'adhérents. Nous avons déjà évoqué l'augmentation du poids politique des personnes âgées au cours de la période récente dans les différents pays industrialisés. Cette opposition a été en partie idéologique (après tout la création du système de Social Security est liée au nom de Roosevelt et à la politique du *New Deal*). L'instauration de fonds de pension privés entre lesquels auraient à choisir les travailleurs a inquiété l'opinion (un tel système a été instauré au Royaume-Uni par le gouvernement Thatcher et a connu de sérieuses déconvenues). Et réformer des retraites n'est pas ce qui paraît le plus urgent aux États-Unis. Même si le système de Social Security devient de plus en plus déficitaire à long terme, à pensions et cotisations inchangées, il va rester excédentaire jusqu'en 2018. Une réforme radicale de ce système semble donc exclue sous le mandat de l'actuel président<sup>1</sup>.



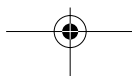
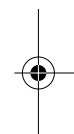
1. En l'absence de réforme, le système de Social Security restera excédentaire jusqu'en 2018. En cas de réforme, ce système deviendrait immédiatement équilibré, mais disposerait d'un portefeuille de bons du Trésor dont la rentabilité équilibrerait la réduction des cotisations. Cependant, le système de Social Security est un élément du budget fédéral et son identification par un *fund trust* n'est qu'une présentation comptable. Bref, la situation excédentaire actuelle et le portefeuille dont dispose le système de Social Security sont largement des artifices comptables. Il semble probable que les retraités estiment que le système actuel les place dans un rapport de force politique plus favorable que le système auquel conduirait la réforme, face à un gouvernement qui voudrait un jour réduire les pensions de retraités.

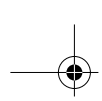




Mais repousser une réforme du système de retraites par répartition en présence d'un ralentissement démographique n'est pas un acte neutre. Durant la période d'atermoisement, maintenir les pensions de retraites au même niveau alors que la masse salariale augmente moins vite que par le passé (et que les prévisions) peut être financé par une hausse des cotisations. Si cette augmentation n'est pas possible, le régime de retraites devient alors déficitaire et l'endettement public augmente. Mais, surtout, la demande nationale ne s'ajuste pas suffisamment à une évolution de l'offre devenue défavorable et la balance commerciale se détériore. La hausse de l'endettement extérieur revient alors à appauvrir les générations futures.

La mise en œuvre de réformes des systèmes de retraites dans les pays européens prend énormément de temps. En Suède, les discussions ont commencé au milieu des années 1990 pour aboutir à une réforme en 2001. Certaines réformes incluent une période de transition considérable. Par exemple, en Italie, la réforme de 1995 n'affectera défavorablement que les générations qui étaient jeunes, très jeunes ou pas encore nées à cette date. D'autres réformes sont insuffisantes. Le Conseil d'orientation des retraites (2004) note que la réforme française de 2003 permettra de réduire d'environ un tiers le besoin de financement initial du régime général en 2020, qui sera de l'ordre de 15,5 milliards d'euros. La différence, approximativement 10 à 11 milliards d'euros, devra être financée par des transferts de l'assurance chômage vers l'assurance vieillesse, ce qui sera impossible si le taux de chômage reste dans des niveaux proches du niveau actuel au cours des quinze prochaines années. Le quatrième rapport du Conseil d'orientation des retraites, qui vient de paraître, actualise cette analyse, explore d'autres moyens de financement du déficit, mais confirme surtout que le déficit du système français de retraites sera élevé en 2020 (de l'ordre de 0,7 point de PIB) sous l'hypothèse très favorable d'un taux de chômage à 4,5 %. Tout se passe donc comme si les bénéficiaires du système existant cherchaient à repousser la date où commenceront les sacrifices, c'est-à-dire à faire supporter ceux-ci par les générations futures.



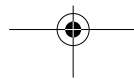
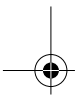
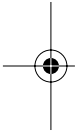


## Certains États ont-ils commencé à faire payer leurs charges courantes par les générations futures ?

Quand un gouvernement augmente les transferts publics nets à ses administrés (ou ne les réduit pas pour les adapter à une donne économique ou démographique devenue moins favorable), la dette publique croît. Les citoyens savent qu'une partie de cette évolution aura pour contrepartie des impôts plus élevés (ou des transferts plus bas) qu'ils supporteront plus tard. Ils accumulent par conséquent une épargne qu'ils utiliseront ultérieurement (principal et intérêt) pour compenser la hausse des taxes (ou la baisse des transferts). L'autre partie de la hausse des transferts ne sera pas financée ultérieurement par les bénéficiaires, mais par les générations futures. Les bénéficiaires augmentent donc leurs dépenses, ce qui induit un déficit de la balance commerciale qui est financé par un endettement extérieur accru. La part de la hausse de la dette publique qui se diffuse dans une progression de l'endettement extérieur induira des charges supplémentaires pour les générations futures qui seront appauvries.

Nous montrons ici qu'à l'origine de cette évolution il y a **gouvernement** qui n'a pas le courage ou la possibilité d'ajuster immédiatement les pensions et les cotisations du système de retraites par répartition à une évolution démographique devenue moins favorable. Mais un gouvernement peut aussi transférer aux générations futures le coût de hausses d'autres transferts aux vivants, parce que ce gouvernement ne sait pas ou ne peut pas résister aux pressions. Le recours aux générations futures pour maintenir ou améliorer la situation des générations actuellement en vie, dépasse donc le problème de la réforme des systèmes de retraites. P. Heller donne un compte rendu fascinant des dangers qu'encourrait une société dont le gouvernement n'assumerait pas des coûts qui devraient être supportés dans la période courante, préférant en transférer le fardeau aux générations futures<sup>1</sup>. Le

1. P. Heller, *Who Will Pay ? Coping with Aging Societies, Climate Changes and Other Long-Term Fiscal Challenges*, Fonds monétaire international, 2003.





rapport Pébereau analyse longuement le comportement dépensier des administrations publiques françaises depuis un quart de siècle, qui a conduit à un endettement public croissant et à un transfert de charges aux générations futures<sup>1</sup>.

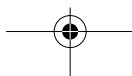
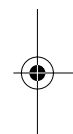
## LES FAITS

Voyons si certains pays ont connu une détérioration de leurs finances publiques et extérieures, ce qui pourrait s'interpréter comme la volonté de transférer des revenus des générations non encore nées au profit des générations vivantes.

Les tableaux 2 et 4 montrent que les engagements financiers bruts des administrations publiques, ainsi que les positions externes nettes des différents pays, connaissent souvent une certaine stabilité au cours du temps, mais ont des niveaux sensiblement différents entre nations. Ainsi, la stabilité des endettements public et extérieur est la situation la plus fréquente dans les pays industrialisés. Mais le fait que les positions externes nettes et les dettes publiques diffèrent autant entre nations suggère que certains pays ont pu connaître des taux d'endettement croissants dans certaines périodes de leur histoire. Cependant, ces taux finissent par se stabiliser, mais à des niveaux plus élevés.

Examinons les tableaux 1 à 4 plus en détail. Demandons-nous, tout d'abord, si les États-Unis n'ont pas déjà transféré une partie des charges qu'auraient dû assumer les générations courantes, vers les générations futures. Le tableau 1 montre que le déficit du solde financier des administrations publiques américaines a progressivement disparu et s'est transformé en un

1. M. Pébereau, *Des finances publiques au service de notre avenir. Rompre avec la facilité de la dette publique pour renforcer notre croissance économique et notre cohésion sociale*. Disponible sur [http://www.finances.gouv.fr/notes\\_bleues/nbb/nbb301/pebereau.pdf](http://www.finances.gouv.fr/notes_bleues/nbb/nbb301/pebereau.pdf)





**Tableau 1 – Solde financier des administrations publiques**

	Excédent(+) ou déficit(-) en pourcentage du PIB nominal													
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
France	- 5,4	- 5,5	- 4,1	- 3,0	- 2,6	- 1,7	- 1,5	- 1,6	- 3,2	- 4,2	- 3,7	- 2,9	- 2,9	- 2,6
Allemagne	- 2,3	- 3,2	- 3,3	- 2,6	- 2,2	- 1,5	1,3	- 2,8	- 3,7	- 4,0	- 3,7	- 3,3	- 3,1	- 2,2
Italie	- 9,1	- 7,4	- 7,0	- 2,7	- 3,1	- 1,8	- 0,9	- 3,1	- 3,0	- 3,5	- 3,5	- 4,3	- 4,2	- 4,6
Japon	- 4,2	- 5,1	- 5,1	- 4,1	- 5,9	- 7,5	- 7,7	- 6,4	- 8,2	- 8,0	- 6,3	- 5,2	- 5,2	- 4,7
Espagne	- 6,5	- 6,3	- 4,7	- 2,9	- 3,0	- 0,9	- 0,9	- 0,5	- 0,3	0,0	- 0,2	1,1	1,1	0,9
Royaume-Uni	- 6,8	- 5,8	- 4,2	- 2,2	0,1	1,0	3,8	0,7	- 1,7	- 3,3	- 3,3	- 3,2	- 3,4	- 3,2
États-Unis	- 3,6	- 3,1	- 2,2	- 0,8	0,4	0,9	1,6	- 0,4	- 3,8	- 5,0	- 4,7	- 3,8	- 3,6	- 3,7
Zone euro	- 4,9	- 4,9	- 4,2	- 2,6	- 2,3	- 1,3	0,0	- 1,8	- 2,6	- 3,1	- 2,8	- 2,4	- 2,3	- 2,1
Total de l'OCDE	- 4,2	- 4,0	- 3,1	- 1,7	- 1,3	- 0,8	0,3	- 1,3	- 3,2	- 4,0	- 3,5	- 2,7	- 2,6	- 2,6

**Tableau 2 – Engagements financiers bruts des administrations publiques**

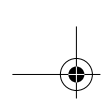
Fin de l'année	Pourcentage du PIB nominal													
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
France	60,2	62,6	66,3	68,4	69,9	66,2	65,0	63,6	66,7	71,0	73,4	76,5	75,9	75,1
Allemagne	46,7	55,8	58,9	60,4	62,2	60,8	59,9	59,3	61,6	64,6	67,9	69,6	71,3	71,1
Italie	–	121,9	128,3	130,2	132,5	126,7	121,6	121,1	120,0	117,9	119,4	121,4	122,3	123,4
Japon	80,2	87,7	95,3	102,3	114,9	128,9	137,1	145,2	154,0	160,2	168,1	172,1	175,2	177,3
Espagne	64,0	68,9	75,6	74,5	74,5	68,5	66,0	61,8	59,9	55,1	53,3	50,4	47,6	45,5
Royaume-Uni	47,8	52,7	52,5	53,2	53,7	48,7	45,7	41,1	41,3	41,9	44,1	47,2	50,3	52,8
États-Unis	74,6	74,2	73,4	70,9	67,7	64,1	58,1	58,0	60,3	63,4	64,0	64,1	64,1	64,7
Zone euro	58,5	72,2	77,4	79,5	80,1	78,3	75,1	73,8	74,1	75,2	76,1	77,5	77,5	77,0
Total de l'OCDE	66,4	71,7	73,9	74,2	74,3	73,6	70,8	70,9	73,1	75,2	76,8	77,7	78,1	78,4

**Tableau 3 – Balance des opérations courantes en pourcentage du PIB**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
France	0,5	0,7	1,3	2,6	2,6	2,9	1,3	1,6	0,9	0,4	-0,4	-1,9	-2,6	-2,3
Allemagne	-1,4	-1,2	-0,6	-0,4	-0,8	-1,3	-1,8	0,0	2,0	1,9	3,7	4,2	4,0	4,6
Italie	1,2	2,2	3,1	2,8	1,9	0,7	-0,5	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,1	-2,2
Japon	2,8	2,2	1,4	2,3	3,1	2,7	2,6	2,2	2,9	3,2	3,7	3,6	4,3	5,5
Espagne	-1,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,2	-2,9	-4,0	-3,9	-3,3	-3,6	-5,3	-7,4	-8,9	-9,8
Royaume-Uni	-1,0	-1,3	-1,0	-0,2	-0,5	-2,7	-2,6	-2,2	-1,6	-1,4	-2,0	-2,6	-2,4	-2,9
États-Unis	-1,7	-1,5	-1,6	-1,7	-2,4	-3,2	-4,2	-3,8	-4,5	-4,7	-5,7	-6,4	-7,2	-7,6
Zone euro	0,2	0,6	1,0	1,4	0,8	0,3	-0,7	0,0	0,6	0,4	0,8	-0,2	-0,4	-0,3
Total de l'OCDE	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-1,3	-1,1	-1,2	-1,1	-1,2	-1,8	-2,1	-2,1

**Tableau 4 – Position externe nette en pourcentage du PIB**

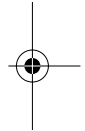
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
France	- 4,18	- 4,33	0,84	9,20	7,25	- 1,27	6,91	12,74	8,92	6,17	5,32
Allemagne	9,27	5,13	3,93	3,71	0,12	2,70	1,38	6,98	3,88	5,52	8,05
Italie	- 9,42	- 7,13	- 5,82	- 6,58	- 11,35	- 7,57	- 8,27	- 7,15	- 14,99	- 15,76	- 18,14
Japon	14,37	15,45	18,97	22,19	29,21	18,51	24,23	32,50	36,56	37,27	38,01
Espagne	- 22,02	- 22,49	- 22,54	- 23,47	- 31,79	- 25,86	- 26,68	- 28,84	- 37,40	- 42,58	- 49,08
Royaume-Uni	2,02	- 3,72	- 9,85	- 8,65	- 15,56	- 7,11	- 3,55	- 7,30	- 5,08	- 6,52	- 13,20
États-Unis	- 3,33	- 5,50	- 5,84	- 10,82	- 13,10	- 12,01	- 16,84	- 23,81	- 24,28	- 22,55	- 22,64
Zone euro						- 7,44	- 8,75	- 7,55	- 11,76	- 13,67	- 9,64



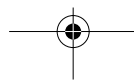
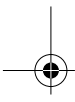
surplus de 1994 à 2000. Mais, depuis, ce solde s'est considérablement dégradé. Les engagements financiers bruts des administrations publiques américaines (tableau 2) suivent le même mouvement. Six ou sept années représentent cependant une période trop courte pour que l'on puisse interpréter cette évolution comme résultant d'un politique systématique des États-Unis d'un transfert de revenu des générations futures vers les générations courantes. Le tableau 3 montre que la balance des opérations courantes des États-Unis a connu une détérioration régulière de 1995 à nos jours. Leur position externe nette, qui figure dans le tableau 4, suit le même mouvement<sup>1</sup>. La période de détérioration est alors beaucoup plus longue. Mais le mécanisme qui revient à faire supporter des charges courantes de l'économie par les générations futures nécessite aussi une détérioration du budget des administrations et une élévation de l'endettement public que l'on n'observe qu'à partir de l'année 2000.

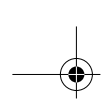


Examinons maintenant d'autres pays industrialisés. Le tableau 1 montre une amélioration régulière du solde financier des administrations publiques de la France, de l'Italie, de l'Allemagne et du Royaume-Uni de 1994 à 2000, suivie par une détérioration de 2000 à 2006. Au Japon, la détérioration a commencé en 1998 et un redressement apparaît à partir de 2004. Mais le déficit reste très élevé. Le tableau 2 montre que les engagements financiers bruts des administrations de ces pays se détériorent régulièrement dans la décennie 2000. Nous avons donc une dynamique proche de celle des États-Unis. Le tableau 3 montre une détérioration régulière de la balance des opérations courantes pour la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni de la fin des années 1990 à nos jours. Le tableau 4 montre que la position



1. Les tableaux 1, 2 et 3 sont tirés de l'annexe statistique des *Perspectives économiques* de l'OCDE n° 79. Le tableau 4 provient de la base de données de P. Lane et G. M. Milesi-Ferretti, « The external wealth of nations Mark II : revised and extended estimates of foreign assets and liabilities 1970-2004 », IIS Discussion Paper, n° 126, 2006.





externe nette de l'Italie et de l'Espagne se détériore nettement sur la période. La situation budgétaire de l'Espagne s'améliore régulièrement jusqu'à nos jours et l'excédent de la balance des opérations courantes de l'Allemagne s'améliore de 2000 à nos jours.

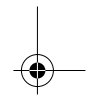
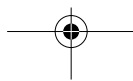
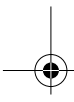
Ces résultats sont plus suggestifs que parfaitement probants. Les finances publiques des États-Unis, mais aussi de certains pays industrialisés – dont la France – se sont détériorées depuis l'année 2000. Six années constituent une période trop courte pour conclure si on est en présence d'une défaillance transitoire ou d'un mouvement durable vers une « exploitation » des générations futures. Mais la « coïncidence » que constituent ces pays est inquiétante. Les difficultés pour les nations industrialisées de financer le coût croissant de l'État-Providence, notamment les pensions de retraites, mais aussi les dépenses de santé, etc., vont nécessiter des choix drastiques dans le futur, et faire payer les personnes qui ne sont pas encore nées est une décision tentante.

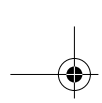


### **POURQUOI L'ÉTAT NE TRANSFÈRE-T-IL PAS DAVANTAGE LES COÛTS DE SES DÉPENSES COURANTES VERS LES GÉNÉRATIONS FUTURES<sup>1</sup> ?**

L'État a la possibilité de transférer une partie de ses charges, par exemple celles résultant du ralentissement démographique, aux générations futures. Mais cette possibilité n'a été que peu exploitée. Comment expliquer cette modération ? Une des réponses possibles est que l'État prendrait en compte dans ses décisions de façon équilibrée et cohérente, le bien-être

1. Voir J.-P. Laffargue, « Intergenerational transfers and the stability of public debt with short-lived governments », *Mathematical Population Studies*, à paraître, 2007. Une bonne présentation du cadre analytique utilisé dans cet article est celle de D. de la Croix et P. Michel, *A Theory of Economic Growth, Dynamics and Policy in Overlapping Generations*, Cambridge, Cambridge University Press, 2002.



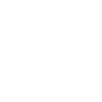
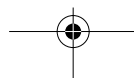
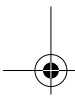
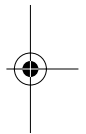
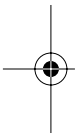


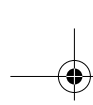
des générations vivantes, mais aussi des générations non encore nées. On peut cependant douter que l'État fonctionne ainsi. Il est plus probable qu'il accorde plus d'importance au bien-être des générations des vivants, ceux qui votent et qui peuvent revendiquer, et porte moins d'attention aux conditions dont hériteront les générations futures.

Nous pouvons préciser cette idée en termes plus formels en considérant que l'État est constitué d'une succession de gouvernements. Un gouvernement est prioritairement intéressé par le bien-être des personnes vivantes dans la période où il exerce, avec des poids spécifiques pour les différentes générations. Il attache en revanche peu d'importance aux générations qui vivront dans un futur éloigné. Nous pouvons alors nous demander pourquoi ce gouvernement n'opterait-il pas pour une politique d'endettement extérieur et de déséquilibre commercial élevés, afin d'amener le bien-être des générations vivantes à un niveau maximum, tout en laissant une lourde charge aux générations futures. Quel est le mécanisme régulateur qui pourrait inciter les gouvernements à ne pas choisir cette politique de courte vue ?

Quand un gouvernement fixe ses transferts et ses dépenses à des niveaux élevés, et ses impôts à des niveaux bas, il finance la différence par l'emprunt public. L'administration qui va diriger ultérieurement le pays sera confrontée à un endettement public élevé. Pour le stabiliser elle sera amenée à réduire ses transferts, notamment au profit des citoyens qui avaient bénéficié quand ils étaient plus jeunes de la prodigalité du gouvernement qui exerçait alors.

Ainsi, les catégories jeunes et actives d'un pays savent que la générosité d'aujourd'hui de leur gouvernement peut avoir pour conséquence leur propre appauvrissement de demain. Ces catégories peuvent alors faire pression pour que les autorités respectent un minimum de rigueur budgétaire et ne laissent pas filer sa dette. On remarque qu'il y a, à tout instant, un conflit d'intérêt entre les jeunes générations, qui savent qu'une augmentation de la dette publique pourra détériorer leur sort ultérieur, et les générations âgées, qui savent qu'une augmentation de la charge de la dette résultant





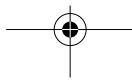
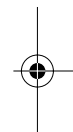
d'une augmentation des transferts en leur faveur; sera supportée par les générations suivantes.

Ce mécanisme peut être suffisamment puissant pour stabiliser la dette publique, et donc la dette extérieure, et éviter l'exploitation des générations futures. Mais ce résultat n'est pas garanti. Alors, la dette publique et la dette extérieure augmenteraient au cours du temps et il y aurait un appauvrissement progressif des générations futures. Enfin, il est possible que ce mécanisme stabilisateur fonctionne efficacement à certaines périodes, mais pas à d'autres. Le pays passerait alors par des phases de stabilisation et par des phases d'augmentation de ces dettes, ce qui expliquerait l'inégalité des endettements public et extérieur des pays européens, que nous avons notée plus haut.

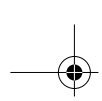
## Conclusion

Une réforme équitable du système de retraites par répartition face à une évolution démographique durablement défavorable consisterait à répartir les sacrifices entre toutes les générations vivantes et à venir ce qui conduirait à diminuer les pensions versées, y compris celles des retraités actuels, et à augmenter les contributions des actifs. Cette réforme pourrait prendre des formes concrètes diverses comme une modification de l'indexation des pensions ou du calcul de leurs salaires de référence. Elle conduirait alors les actifs à compenser partiellement la baisse de leurs pensions futures en augmentant leur participation au système de capitalisation. Mais compléter cette réforme par une réduction de l'importance du système de répartition au profit d'un développement des fonds de pension, et par un recours à l'emprunt public pour financer la transition, aurait probablement des effets limités et ambigus. Les éventuels avantages de ce choix, outre qu'ils ne seraient pas simples à obtenir, ne sont pas liés au ralentissement démographique.

Une autre réforme pourrait maintenir les pensions des retraités en l'état et augmenter encore plus les contributions des actifs. Ce choix, comparé au précédent, améliorerait le bien-être des personnes actuellement à la retraite,





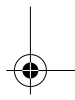
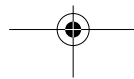
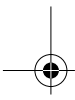
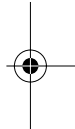


mais réduirait celui des actifs et des générations futures. Un transfert inter-générationnel similaire avait été effectué lors de l'instauration du système par répartition. Mais il pouvait alors se justifier comme une solidarité de toutes les générations à l'égard des premiers bénéficiaires frappés par des circonstances exceptionnelles, peu susceptibles de se reproduire.

Il est enfin possible d'éviter aux actifs, comme aux retraités, vivants, tout sacrifice, le déséquilibre du système par répartition étant alors financé par l'emprunt public. L'excédent d'une demande nationale qui ne s'est pas ajustée à une évolution plus défavorable du revenu national est financé par l'endettement extérieur. Le coût de cette politique serait entièrement transféré aux générations futures. Ce choix peut être politiquement attirant parce que seuls les vivants votent et revendiquent, et qu'ils peuvent refuser les deux réformes précédentes qui présentent pour eux plus de désavantages.

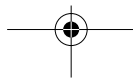
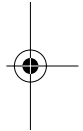
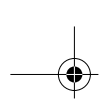
La lenteur de nombreux pays industrialisés à réformer leurs systèmes de retraites, puis à appliquer ces réformes, face à une évolution démographique devenue défavorable, comme le caractère insuffisant de certaines réformes, sont des expressions concrètes du choix de transférer aux générations futures des charges qui devraient être assumées par les vivants.

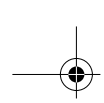
Il existe *a priori* des mécanismes théoriques qui peuvent freiner ces transferts. Mais ces mécanismes stabilisateurs ne sont pas toujours opérants. La détérioration de la dette publique et des positions extérieures nettes de certains pays industrialisés, les États-Unis, mais aussi l'Italie, le Royaume-Uni, et même la France, ont été notables dans la dernière décennie. Cette tendance est encore trop récente pour que l'on puisse en tirer des conclusions valables. Mais les dépenses sociales ont, au moins dans les pays européens, une nette tendance à augmenter plus rapidement que le revenu national. Leur financement sera de plus en plus compliqué, notamment dans le contexte d'une évolution démographique défavorable. Il deviendra alors difficile aux gouvernements de résister à la tentation de mettre fortement à contribution les générations futures, même si cela doit beaucoup les appauvrir.





=Laffargue FM.book Page 50 Mercredi, 28. février 2007 7:44 19





## Organigramme du CEPREMAP

Direction

Président : Jean-Pierre Jouyet

Directeur : Daniel Cohen

Directeur adjoint : Philippe Askenazy

Directeurs de programme

*Programme 1 - La politique macroéconomique en économie ouverte*

Michel Juillard

Jean-Pierre Laffargue

Philippe Martin

*Programme 2 – Travail et emploi*

Bruno Amable

Andrew Clark

Jean-Olivier Hairault

Éric Maurin

*Programme 3 – Économie publique et redistribution*

Pierre-Yves Geoffard

Thomas Piketty

Claudia Senik

*Programme 4 – Marchés, firmes et politique de la concurrence*

André Orléan

Anne Perrot

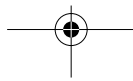
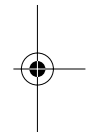
David Spector

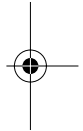
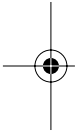
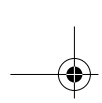
*Programme 5 – Commerce international et développement*

Sylvie Lambert

Akiko Suwa-Eisenmann

Thierry Verdier





Mise en pages  
TyPAO sarl  
75011 Paris

Imprimerie Jouve  
N° d'impression : \*\*\*\*  
Dépôt légal : avril 2007

