



# Le vieillissement et les marchés financiers

L'État gestionnaire de risques

W. Todd Groome, Nicolas Blancher et Parmeshwar Ramlogan

**L**ES CONSÉQUENCES du vieillissement de la population pour les marchés financiers et pour la stabilité macro-économique et financière attirent davantage l'attention au moment où la génération du baby-boom approche de l'âge de la retraite. Ces dernières années, les menaces qui pèsent sur la viabilité budgétaire sont passées au premier plan, tandis que la réforme des retraites et du système de santé est devenue prioritaire dans les programmes politiques. De même, la situation fragile de nombreux fonds de pension a montré la nécessité de mobiliser des ressources financières et d'améliorer le mode de gestion des risques pour faire face aux besoins en matière de retraites; il en est résulté diverses mesures de réformes.

Les marchés financiers peuvent jouer un rôle important dans la gestion des risques liés au vieillissement. C'est pourquoi les gouvernements devraient s'efforcer d'encourager et d'influencer leurs évolutions en ce domaine; il faut aussi qu'ils repensent la répartition des risques entre le secteur public, le secteur privé et les ménages. Dans certains cas, les pouvoirs publics peuvent se contenter d'encadrer ou d'orienter les participants du marché pour remédier aux insuffisances de celui-ci. Dans d'autres, ils peuvent être obligés d'intervenir directement pour assurer un niveau minimum de couverture. Certains risques sont peut-être mieux gérés par les ménages, mais leur en faire assumer davantage exigera des mesures supplémentaires pour garantir qu'ils en ont la capacité. Le dosage de ces différentes solutions dépendra de la sophistication et de la profondeur des marchés et institutions financiers, domestiques ou régionaux, mais aussi de considérations culturelles et sociales.

Les pouvoirs publics devraient aussi se comporter comme des gestionnaires de risques à long terme en anticipant et en menant des stratégies globales sur ce plan. Cela leur permettrait de bénéficier davantage de ce que peut apporter le marché et d'instruments de gestion des risques. Jusqu'à présent, peu d'entre eux ont abordé de cette façon les problèmes que pose le vieillissement. Toutefois, compte tenu, par exemple, de l'intérêt croissant

que portent les agences de notation financière aux perspectives budgétaires à long terme et aux risques qui en découlent (avec l'éventualité de baisses des notations s'il n'est pas remédié à ces risques), une action plus énergique pourrait bientôt s'imposer. Certes, la focalisation habituelle sur le court terme du personnel politique et de la plus grande partie de la société est souvent de nature à empêcher des mesures plus immédiates pour répondre à ces défis à long terme; mais la pression accrue des auditeurs du secteur public, du législateur, des médias financiers, des institutions financières internationales et des investisseurs, voire des ménages, va probablement donner plus d'importance au problème du vieillissement dans la politique économique.

Cet article examine la nature et la dimension des défis financiers auxquels sont confrontées les sociétés vieillissantes; le rôle que pourraient jouer les marchés financiers pour y répondre et celui des États en tant que gestionnaires des risques à long terme liés au vieillissement. Il s'inspire des travaux que nous avons effectués dans le cadre du Rapport sur la stabilité financière dans le monde du FMI, du Groupe des Dix et d'un atelier du Groupe des Vingt sur la démographie et les marchés financiers.

## Augmentation des risques à long terme

Au fur et à mesure que les populations vieillissent, le poids relatif des engagements des fonds de pension s'accroît, mais le total théorique est très supérieur à ce que l'on admettait jusqu'à présent (graphique 1). Depuis 2000, l'incidence négative du vieillissement sur les plans de retraite à prestations définies est aggravée par la baisse de rendement des marchés d'actions et (plus important encore) par la faiblesse des taux d'intérêt. Nombre de ces plans sont ainsi devenus nettement sous-financés, même si l'on observe depuis deux ans une certaine stabilisation des ratios de couverture. Leurs difficultés croissantes risquent d'aboutir à une baisse du taux de remplacement; en outre, elles ont accéléré la tendance en faveur des plans à cotisations définies et des formules hybrides aux États-Unis, en Europe et au Japon. Toutefois,

les taux de versement aux plans à cotisations définies tendent à être inférieurs et, quand la participation est volontaire, on s'aperçoit dans beaucoup de pays qu'elle est aussi plutôt faible. Ces deux facteurs freinent l'effort d'épargne pour la retraite.

Il semble que, dans certains pays, les ménages n'adaptent pas le niveau de leur épargne de façon à réaliser les taux de remplacement anticipés. Au Royaume-Uni, le rapport 2006 de la Commission des pensions a signalé que de nombreux ménages n'épargnaient pas assez. Aux États-Unis, selon un indice national du risque de retraite récemment mis au point, près de 45 % des gens d'âge actif risquent de se retrouver avec une retraite trop faible. On peut s'inquiéter en particulier du sort des ménages de revenu et d'âge moyens, qui sont largement tributaires des régimes publics et privés classiques, lesquels sont en déclin.

Le passage des plans de retraite à prestations définies à des plans à cotisations définies a pour effet de transférer aux ménages les risques assumés par les États et les fonds de pension. Il s'agit des risques de marché (par exemple sur les taux d'intérêt, les actions et le crédit), d'inflation (l'indexation étant réduite ou supprimée), de programmation des placements et de longévité (survie après épuisement des droits). Le vieillissement expose aussi les ménages, les assureurs et les États à des risques substantiels liés à la santé. Récemment, dans de nombreux pays, les dépenses de santé ont augmenté nettement plus que les revenus des ménages et l'inflation sous l'effet du progrès des techniques médicales.

Les difficultés financières des régimes de retraite et du système de santé posent à l'État de graves difficultés à long terme. Les coûts liés au vieillissement représentent pour lui des engagements latents, mais certains, qui découlent de ses fonctions d'employeur et de prestataire de services sociaux. De plus, les

responsabilités de la puissance publique peuvent aller au-delà des engagements explicites et englober un rôle d'« assureur de dernier ressort ». C'est une source supplémentaire de charges implicites et contingentes dont le montant peut être considérable.

Au cours des prochaines décennies, la part dans le PIB des dépenses publiques en rapport avec le vieillissement (retraite, santé et soins à long terme) va sans doute augmenter très fortement. En l'absence de nouvelles réformes, d'économies dans d'autres domaines ou d'évolution de la répartition des risques, le coût du vieillissement et des engagements publics qu'il suppose peut peser sur les finances publiques et les notations de la dette souveraine (voir tableau). En outre, les estimations relatives à ces engagements futurs sont entachées d'une grande incertitude.

### Quel rôle les marchés financiers peuvent-ils jouer?

Pour mobiliser l'épargne et l'investissement à long terme et gérer les risques et les obligations à cet horizon, il faut disposer d'instruments financiers divers. Or, beaucoup de ces instruments et marchés demeurent sous-développés ou devront être créés.

Les gestionnaires de fonds de pension ont coutume de dire qu'ils ont besoin de nouveaux instruments et d'une offre plus abondante de certains titres existants pour pouvoir mieux gérer les risques de durée, de longévité et d'inflation. Ces instruments complèteraient la mise en place de cadres réglementaires davantage fondés sur le marché ou le risque. Les obligations à long terme (30 ans et plus) et celles qui sont indexées sur l'inflation en font partie. Dans de nombreux pays, les autorités ont tenté de développer les marchés d'obligations de ce type, mais ils demeurent de dimension limitée relativement à la demande potentielle des fonds de pension et des compagnies d'assurances (graphique 2).

Pour les ménages, un élément essentiel de la préparation à la retraite est de pouvoir convertir une épargne à long terme en un flux de revenus assuré après la cessation d'activité, sous forme de rente viagère. Les universitaires et les décideurs ont de plus en plus tendance à penser que le risque moyen pour un retraité est peut-être que ses ressources s'épuisent avant sa mort. Pourtant, les marchés du viager sont généralement sous-développés, ou au moins sous-utilisés, notamment par les ménages. Comme l'immobilier représente généralement une large part de leur actif net (graphique 3), l'existence de produits permettant de le mobiliser, tels que les prêts viagers hypothécaires, pourrait aider les ménages à « réaliser » cette forme d'épargne à long terme et à obtenir un flux de revenus comparable à une rente viagère.

Dans les pays où les marchés de capitaux sont moins développés, la gamme des instruments d'épargne et de placement à la disposition des ménages et des investisseurs institutionnels risque d'être limitée. Un développement supplémentaire de ces marchés — y compris ceux du crédit — permettrait de diversifier davantage les portefeuilles, tout en améliorant le rapport risque/rendement pour les ménages et les institutions.

Même dans les économies plus avancées, il faudrait lancer de nouveaux produits et marchés, dont des marchés de transfert des risques, pour diversifier les instruments à long terme d'épargne/ de placement et de gestion des risques à la disposition des institutions et des ménages. Il s'agit, entre autres, de marchés gérant la longévité, les coûts de la santé et les risques en matière de prix immobiliers, qui ont tous de l'importance face au vieillissement.

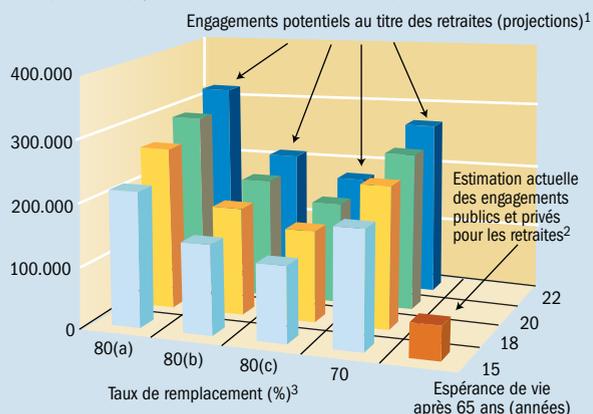
**Le risque de longévité.** De même que les rentes viagères protègent les ménages du risque de longévité, des obligations de longévité pourraient couvrir les compagnies d'assurances et les fonds

Graphique 1

### Des engagements croissants

Les engagements potentiels au titre des retraites seront fonction de l'espérance de vie et du prolongement de l'activité au-delà de l'âge de la retraite.

(Groupe des Dix pays industrialisés, milliards de dollars)



Sources : OCDE, Banque mondiale et estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Total des engagements sur la base du total des salaires annuels des pays du G-10, corrigé en fonction du taux de remplacement visé (en abscisse) et de l'espérance de vie après 65 ans (en ordonnée).

<sup>2</sup>Sur la base d'estimations i) du total des engagements publics au titre des retraites (voir Holzmann, Palacios, and Zviniene, 2004) et ii) des prestations obligatoires des régimes privés (voir OCDE, *Global Pension Statistics*).

<sup>3</sup>Taux de remplacement = revenu pendant la retraite en pourcentage du dernier salaire.

80 (a) = engagements sur la base de 80 % du dernier salaire, personne ne travaillant après l'âge de la retraite.

80 (b) = 80 % + 1/3 de la population de + de 65 ans travaillant à plein temps.

80 (c) = 80 % + 1/3 de la population de + de 65 ans travaillant à plein temps, et 1/3 à temps partiel.

70 = engagements sur la base de 70 % du dernier salaire, personne ne travaillant après l'âge de la retraite.

## La pression monte pour les finances publiques

Les engagements liés au vieillissement pourraient faire baisser la notation des titres souverains.

(notation hypothétique des titres souverains à long terme, scénario de référence)

	Australie	Canada	France	Allemagne	Italie	Japon	Corée	Espagne	Suède	Royaume-Uni	États-Unis
2005	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	A	AAA	AAA	AAA	AAA
2020	AA	AAA	A	AAA	A	Non-IG	A	AAA	AAA	AAA	BBB
2030	BBB	AAA	Non-IG	A	Non-IG	Non-IG	Non-IG	BBB	A	A	Non-IG
2040	Non-IG	AA	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG

Source : Standard & Poor's 2006.

Note : Non-IG = Non-Investment Grade (de qualité inférieure).

de pension contre ce risque. Mais le développement du marché du viager a été entravé par l'insuffisance de couvertures à long terme (notamment contre l'inflation) convenant à ceux qui servent les rentes viagères et par une faible demande des consommateurs.

**Couverture et coûts en matière de santé.** On recourt très peu à la réassurance pour gérer la couverture et le coût des soins, tandis que les risques liés à la santé ne font l'objet d'aucune activité sur les marchés de capitaux. Les assureurs privés et l'État gèrent surtout ces risques en les reportant sur les ménages et/ou les promoteurs de régimes de santé, principalement par des mécanismes de retarification ou, dans le cas de l'État, en augmentant les impôts et/ou en réduisant les prestations.

**Le risque sur les prix de l'immobilier.** Aux États-Unis et en Europe, le patrimoine immobilier est une source croissante de revenus de retraite. Des baisses des prix immobiliers pourraient donc peser sur le pouvoir d'achat des retraités, d'où l'intérêt croissant de se couvrir contre l'évolution de ces prix. En mai 2006, des transactions sur les indices de prix des logements dans dix villes américaines ont commencé sur le Chicago Mercantile Exchange. Certains pays ont aussi mis au point ou envisagent des produits immobiliers élargis, parmi lesquels des sociétés immobilières d'investissement plus classiques. Pourtant, sauf aux États-Unis, le marché de la couverture du risque de prix immobilier en est à ses débuts ou n'existe pas.

Au total, la réglementation, la technologie ainsi que la qualité et la disponibilité des données ont beaucoup d'influence sur le développement du marché et l'innovation. Les participants du marché et les universitaires soulignent la nécessité de cadres de supervision plus cohérents. Ainsi, depuis la fin des années 80, les règles de Bâle ont incité les banques à vendre le risque de crédit et à rendre leurs bilans plus liquides, tandis que les progrès techniques leur permettent de mieux évaluer les risques de crédit. De même, on pourrait utiliser les principes de Solvabilité II, qui vont être formulés dans le domaine du contrôle prudentiel des assurances en Europe, pour promouvoir de nouveaux modes de gestion des risques dans ce secteur.

## L'État gestionnaire de risques

La réforme en cours des retraites et des autres systèmes de prestations a mieux fait comprendre ces problèmes à l'opinion dans certains pays, mais ce n'est qu'un début. Comme beaucoup des risques liés au vieillissement sont à long terme et de nature systémique, les États devraient de plus en plus se considérer comme des gestionnaires de risques. Pour ce faire, ils peuvent envisager trois stratégies, qui peuvent se compléter :

- utiliser divers leviers pour inciter le secteur privé à remédier aux insuffisances du marché en matière de gestion des risques du vieillissement;

- agir en tant qu'« assureur de dernier ressort » en assumant directement, peut-être à titre temporaire, certains de ces risques;

- déterminer si les ménages sont les mieux placés pour supporter et gérer ces risques.

## Utilisation de leviers de politique

Les États peuvent influencer sur le flux de risques dans le système financier ainsi qu'encourager le développe-

ment de nouveaux produits et marchés de transfert des risques en recourant aux instruments décrits ci-dessous.

**Cadres réglementaires.** Certains pays, en particulier les Pays-Bas, ont renforcé récemment la réglementation des fonds de pension, notamment en surveillant davantage les risques. Ces mesures devraient amener les gestionnaires de fonds de pension et de compagnies d'assurances à améliorer la gestion du risque et la gestion actif-passif, tout en encourageant les produits et les marchés à évoluer pour satisfaire la demande en ce domaine.

**Normes comptables.** Si la comptabilisation à la valeur actuelle peut obliger les fonds de pension à plus de rigueur dans l'information, elle entraîne une volatilité qui risque de ne pas refléter exactement le profil de risque d'un fonds ou de ne pas bien centrer la gestion du risque sur les obligations de retraite à long terme. Il importe de se demander si ce type de réforme n'atténue pas l'orientation sur le long terme des fonds de pension et des assureurs, qui a généralement favorisé la stabilité financière.

**Politique fiscale.** La fiscalité est souvent un facteur déterminant du montant des versements annuels pour la retraite. Elle doit encourager des politiques de capitalisation prudente, constantes, et, dans l'idéal, la constitution de raisonnables excédents de précaution (2 ou 3 ans de versements normaux, par exemple).

**Disponibilité des données.** On dit qu'une meilleure gestion de certains risques liés au vieillissement exige de disposer, en temps utile, de données fiables permettant de décomposer, de tarifier et d'échanger les risques individuels, mais de telles données font souvent défaut. Les États, qui ont peut-être un avantage comparatif à cet égard, ont intérêt à améliorer la disponibilité des données, car c'est une méthode relativement peu coûteuse pour faciliter les solutions basées sur le marché.

Graphique 2

### Demande non satisfaite

L'encours des obligations est peu élevé par rapport à la demande potentielle des fonds de pension.

(pourcentage des actifs globaux des fonds de pension)



Sources : Merrill Lynch; Watson Wyatt; Organisation de coopération et de développement économiques; International Financial Services, Londres; estimations des services du FMI.

**Contrainte.** L'assurance se caractérise par la nécessité de mettre en commun des risques diversifiés, tels que les rentes viagères et la couverture des frais de santé. Ainsi, pour réduire l'antisélection et les biais négatifs, les États pourraient imposer une certaine dose de rente, représentant peut-être un pourcentage d'une épargne-retraite fiscalement privilégiée. Cette obligation serait ainsi susceptible de favoriser l'apparition de davantage de produits viagers standards et peut-être d'amener les ménages à mieux comprendre et accepter ces produits.

### L'État assureur de dernier ressort

En assumant certains types de risques (comme la longévité extrême), les États peuvent permettre aux participants du marché d'offrir plus de produits, ce qui facilite l'élargissement des marchés. En matière de risques liés au vieillissement, le degré d'implication de l'État dans les systèmes de santé et de retraite est un point important, car, là où il est limité ou en recul, cela «libère» des ressources pour assumer ces risques, si possible d'une façon qui permette aussi d'attirer des capitaux et des capacités privés.

Dans tous les cas, les interventions publiques doivent s'inscrire dans une stratégie qui tienne compte des coûts et avantages anticipés (c'est-à-dire de l'incidence sur le bilan du secteur public), de l'horizon temporel et de l'existence de solutions éventuelles ressortissant aux marchés financiers. Les interventions peuvent ainsi être adaptées à des risques spécifiques ou de durée limitée et prendre fin quand les services financiers privés sont en place.

### Laisser les ménages assumer le risque

Les ménages, en tant qu'«actionnaires» du système, ont toujours, en fin de compte, assumé les risques financiers et autres. Toutefois, ils sont de plus en plus confrontés directement à des risques supplémentaires au fur et à mesure que les prestations publiques et privées diminuent ou sont restructurées. Les choix concernant le profil de risque désirable du secteur des ménages posent d'importants problèmes culturels, sociaux et politiques dont les solutions peuvent différer selon les pays et les régions. Néanmoins, en transférant plus de risques aux ménages, on doit se demander s'ils sont à même d'y faire face.

En fonction de la politique retenue, il y a diverses façons possibles d'encourager l'épargne ou de parvenir au niveau souhaité

de partage des risques. L'entreprise est peut-être le lieu où l'on peut organiser le plus efficacement la formation de l'épargne-retraite. Avec les plans professionnels de retraite, les employeurs sont les mieux placés pour assurer le financement des retraites des salariés. En outre, ces derniers semblent plus disposés à un prélèvement à la source sur leur salaire pour alimenter ces plans. De manière plus générale, on ne doit pas rejeter systématiquement les dispositifs classiques à prestations définies et leurs principes, et les régimes professionnels hybrides peuvent représenter un moyen utile de partager les risques.

Pour la répartition ou le partage des risques, les responsables doivent mesurer l'effet sur les ménages des changements en cours et projetés des systèmes de retraite et de protection sociale. Ils pourraient notamment mettre au point des outils statistiques pour déterminer la distribution des risques entre les sous-groupes de la population, en particulier les cohortes d'âges et de revenus; des mesures sont aussi nécessaires pour améliorer la collecte, l'actualité et la comparabilité des données sur le secteur des ménages. Les autorités pourraient aussi mettre au point des mesures plus larges et plus prospectives de la richesse personnelle. En Suède, par exemple, la banque nationale a cherché à évaluer la marge de manœuvre financière des ménages suédois et leur capacité à honorer leurs dettes en cas de réduction des prestations ou de chocs économiques (comme une hausse des taux d'intérêt ou une diminution des revenus).

### Obtenir le soutien de la population

Les problèmes posés par le vieillissement concernent tous les pays et ne vont pas disparaître. Au contraire, les risques ont tendance à s'accumuler et pourraient aggraver un certain nombre des défis sociaux, économiques et financiers. En outre, les États, les entreprises et les marchés financiers se font concurrence à l'échelle mondiale pour attirer des capitaux, et les effets économiques éventuels du vieillissement risquent de compromettre leur compétitivité ainsi que la stabilité macroéconomique et financière.

Ces facteurs, entre autres, devraient forcer les responsables à rechercher un soutien accru en faveur d'initiatives immédiates pour atténuer ces conséquences défavorables. Étant donné la nature plurigénérationnelle des problèmes posés et de la plupart des réformes probables, il importe de commencer dès maintenant. Retarder la solution de ces problèmes ne pourra qu'aggraver leur coût économique et leur impact financier futurs. ■

*W. Todd Groome est Chef de division, Nicolas Blancher est économiste principal, et Parmeshwar Ramlogan, chargé de projet au Département des marchés internationaux de capitaux du FMI. Oksana Khadarina, assistante principale de recherche, a contribué à la préparation de cet article.*

#### Bibliographie :

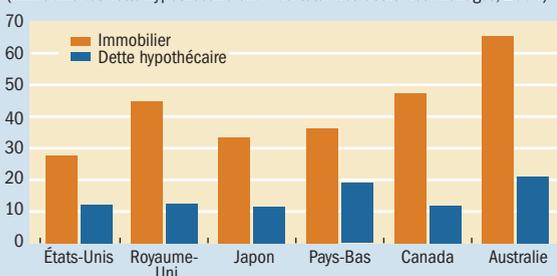
- Fonds monétaire international, 2006, "The Influence of Credit Derivatives and Structured Credit Markets on Financial Stability," Global Financial Stability Report, Avril (Washington).
- , 2005, "Aspects of Global Asset Allocation," Global Financial Stability Report, Septembre (Washington).
- , 2005, "Household Balance Sheets," Global Financial Stability Report, Avril (Washington).
- , 2004, "Risk Management and the Pension Fund Industry," Global Financial Stability Report, Septembre (Washington).
- , 2004, "Risk Transfer and the Insurance Industry," Global Financial Stability Report, Avril (Washington).
- Holzmann, Robert, Robert Palacios, and Asta Zvinienė, 2004, "Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective," Social Protection Discussion Paper 0403 (Washington, World Bank).

Graphique 3

#### Mobilisation de la richesse immobilière

Le patrimoine immobilier, qui constitue une grande partie des actifs des ménages, pourrait être mieux exploité.

(immobilier et dette hypothécaire en % du total des actifs des ménages, 2004)<sup>1</sup>



Sources : États-Unis : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve; Royaume-Uni : Office national de la statistique; Japon, Banque du Japon, Institut de recherche économique et sociale; Pays-Bas, Bureau central de statistique, DNB, European Mortgage Federation; Perspectives économiques de l'OCDE; Australie : Bureau de statistique.

<sup>1</sup>Total des actifs = somme des actifs financiers et non financiers. Pour les États-Unis et le Canada, les chiffres se rapportent à 2005.