

Risquer dans un monde de rentiers

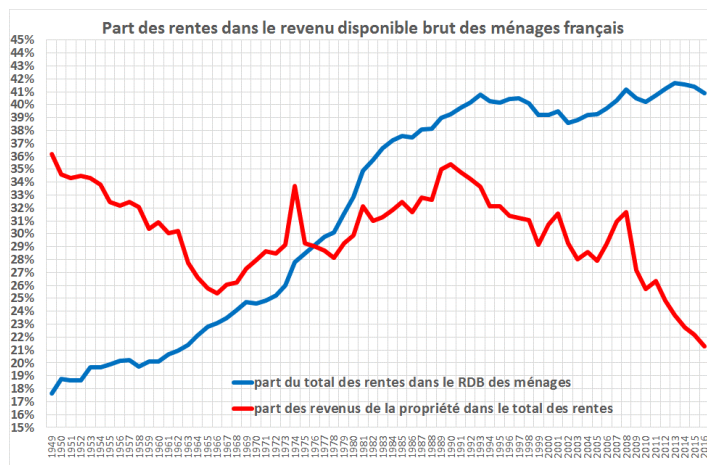
Philippe Trainar

1. Un monde de rentier ?

Le terme de rentier est ambigu. Littéralement, il s'agit des personnes et ménages qui vivent de rentes, étant sous-entendu qu'ils ne vivent pas de revenus professionnels. En ce sens large, il s'agit d'une part des retraités et invalides qui vivent de leur pensions, parfois dénommées rentes, et des « capitalistes » qui vivent du rendement de leur capital. Sachant qu'il existe une grande variété de situations intermédiaires, il est difficile de donner une appréciation univoque du poids des rentiers dans l'économie.

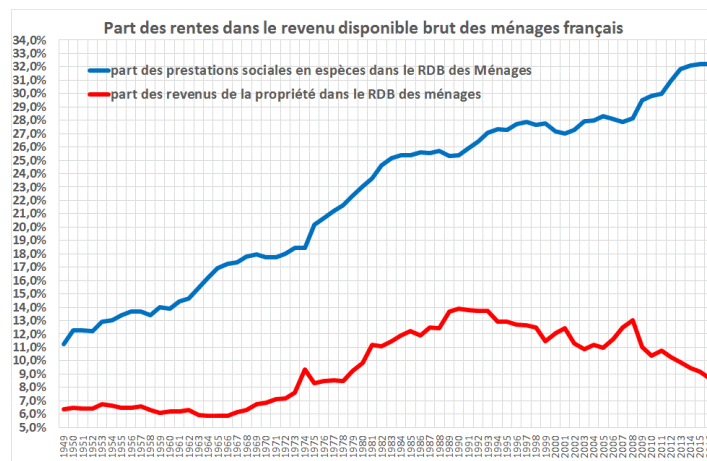
Une façon imparfaite de contourner cet obstacle consiste à substituer à la mesure des rentiers une mesure des rentes, qui est possible à partir de la comptabilité nationale. Il s'agit alors d'additionner les versements de prestations sociales en espèces (dont on rappelle qu'elles incluent non seulement les retraites mais aussi les allocations familiales et les indemnités journalières de maladie qui sont versées à des ménages bénéficiant de revenus professionnels) et les revenus de la propriété (dont on rappelle qu'ils sont largement versés à des personnes bénéficiant par ailleurs de revenus professionnels). Cette façon de procéder donne cependant une idée approximative du poids des rentiers dans l'économie. Appliquée à la France, elle fait ressortir deux faits marquants :

- Les rentes représentent une part croissante du revenu disponible brut des ménages : cette part s'est fortement accrue depuis la fin de la guerre jusqu'à 1993, la tendance s'est toutefois très nettement infléchie par la suite (cf. graphique ci-dessous)



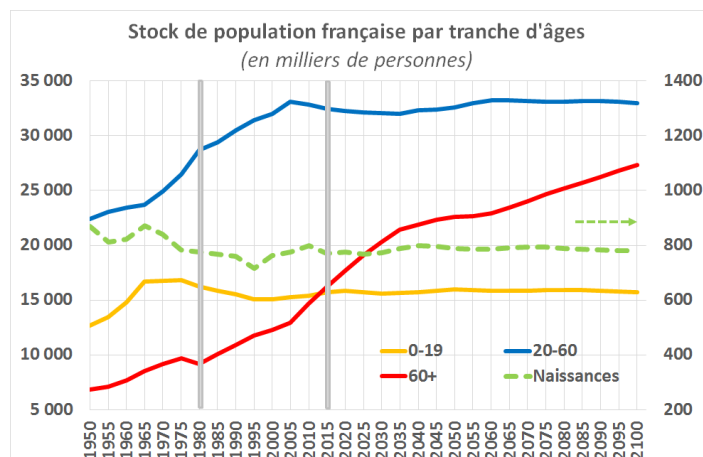
Source : comptes nationaux INSEE et calculs auteur

- Au sein de cette part croissante des rentes dans le revenu disponible brut des ménages, la part des revenus de la propriété dans le total des rentes a diminué (cf. graphique ci-dessus)
- Le ralentissement de la progression des rentes dans l'économie à partir de 1993 est imputable tant aux réformes des retraites, notamment celle de 1993, qu'à la baisse de la part des revenus de la propriété dans le revenu disponible brut des ménages (cf. graphique ci-dessus).



Source : comptes nationaux INSEE et calculs auteur

En 2016, selon la comptabilité nationale, la part des revenus de la propriété dans le revenu disponible brut des ménages n'est plus que de 8,7% quand la part des prestations en espèces s'élève à 32%. L'essentiel de ces prestations en espèces correspondent à des pensions de retraite (80%). De fait, le poids des rentiers dans l'économie est principalement déterminé par le poids des retraités dans l'économie. Celui-ci résulte des évolutions démographiques combinées aux règles de départ à la retraite (retraite à 60 ans, nombre de trimestres de cotisation, préretraites etc.). D'après l'INSEE et les Nations Unies, la tendance à l'accroissement du poids des rentiers-retraités dans l'économie française devrait se poursuivre dans les années à venir à un rythme à peu près inchangé, sachant que le poids des actifs devrait grosso modo stagner (cf. graphique ci-dessous).

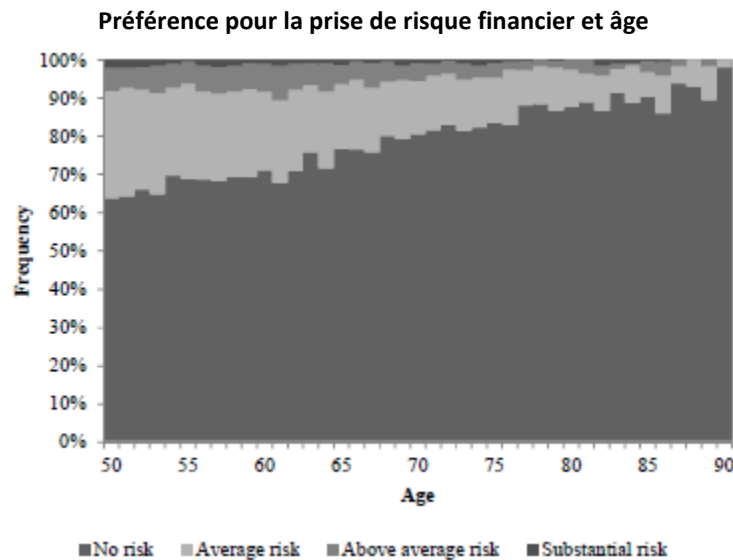


Source : projections démographiques des Nations Unies (2015) et calculs auteur

Au total, donc, le poids des rentiers dans l'économie française, et plus largement dans les économies avancées, devrait donc continuer à progresser dans les années à venir, du fait des évolutions démographiques. La remontée des taux d'intérêt pourrait y ajouter un renversement de tendance sur les revenus de la propriété qui corrigerait plus ou moins amplement la baisse observée durant la crise et qui ramènerait leur part dans le revenu disponible à un niveau proches de ce qu'il était à la veille de la crise. Ces facteurs vont jouer dans le sens d'une pression croissante des rentiers et de leurs comportements sur l'économie, dans les années à venir.

2. Des rentiers averses à la prise de risque ?

Si le monde des rentiers-investisseurs ne devrait pas poser de problème particulier par rapport à la prise de risque, à l'inverse, le monde des rentiers-retraités devrait en poser un sérieux. Le vieillissement d'une société n'est a priori pas favorable à la prise de risque dans cette société, à la fois parce que l'horizon temporel de cette société se restreint, sauf à ce qu'elle ait une vision dynastique qui intègre le bien-être de ses descendants, et parce que les investisseurs ne sont pas tentés d'investir dans les sociétés trop frileuses. De fait, la préférence pour le risque diminue avec l'âge comme le montrent les résultats des enquêtes SHARE (cf. graphique ci-dessous). Pour autant, même si l'effet négatif de l'âge sur la prise de risque est significatif, il demeure dans des ordres de grandeur qui peuvent être sensiblement modifiés par des mesures adéquates de politique économique.



Source : SHARE 2006 et Eric Bonsang and Thomas Dohmen (2012)¹

S'il serait vain, car probablement contreproductif, de vouloir inverser cette tendance, il est en revanche pertinent de prêter attention à ce que les institutions en place ne la renforcent. De fait, cette attention devrait s'imposer quelle que soit la structure démographique de la société. Toutefois, elle est d'autant plus importante et décisive que l'aversion au risque s'accroît et menace d'inhiber la société. C'est pourquoi, les sociétés avancées vieillissantes doivent accorder une attention toute particulière à la neutralité des institutions par rapport à la prise de risque de façon, à ce qu'elle ne vienne aggraver leur inclination naturelle croissante à l'aversion au risque.

3. Des institutions qui ne doivent pas pénaliser la prise de risque économique ?

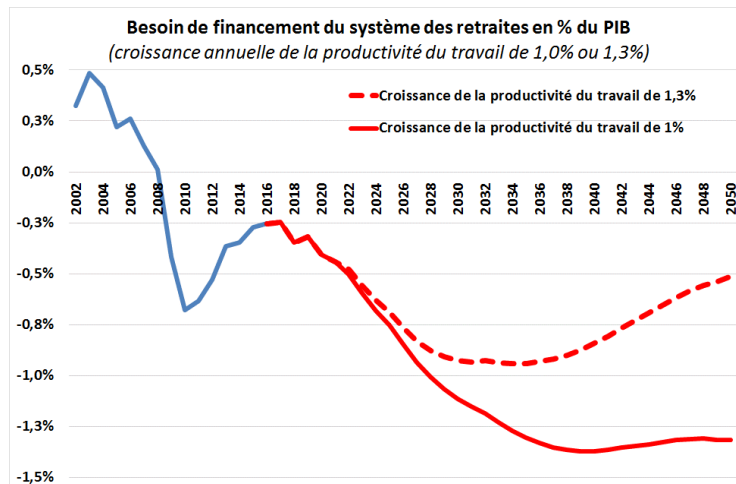
Le premier canal par lequel on peut aggraver les effets du vieillissement sur la prise de risque est celui des déficits publics et sociaux et de l'alourdissement de la dette publique. La dette publique a pour effet d'évincer le financement des autres agents et des autres projets. Afin de préserver des conditions de

¹ Cf. E. Bonsang and Th. Dohmen (2012) : « Cognitive Ageing and Risk Attitude », Netspar discussion papers. Voit aussi les conclusions similaires, quoique beaucoup plus fouillées, de A.K. Josef, D. Richter, G.R. Samanez-Larkin, G.G. Wagner, R. Hertwig et R. Mata (2016) : « Stability and Change in Risk-Taking Propensity Across the Adult Life Span », Journal of Personality and Social Psychology, vol. III, n°3

financement favorables à la prise de risque, il est donc important de maîtriser nos finances publiques et de les ramener aussi vite que possible à l'équilibre. Cela autorisera en outre de faire pression sur les assureurs-vie afin qu'ils diversifient les placements en représentation des fonds euros et réduisent ainsi significativement la part qu'ils accordent aujourd'hui aux titres souverains. Sachant que l'assurance-vie est et restera, par nature, le principal véhicule de portage de la dette souveraine, celle-ci conservera une part élevée dans les placements des assureurs-vie tant qu'elle aura un poids élevé dans l'économie nationale.

Le deuxième canal par lequel on peut aggraver les effets du vieillissement sur la prise de risque est celui des prélèvements obligatoires. Des prélèvements obligatoires trop lourds et trop progressifs sur le travail dissuadent de façon générale l'activité et de façon plus spécifique la prise de risque qui induit forcément une volatilité plus grande des revenus et une augmentation de la moyenne des taux marginaux de taxation de ces revenus. Concernant les assurances sociales, cette remarque de portée générale ne vaut naturellement que pour la fraction des prélèvements sociaux qui couvre des dépenses de redistribution et non pour la fraction qui correspond à une prime d'assurance maladie, invalidité, retraite ou chômage. De même, des prélèvements trop lourds et trop progressifs sur les revenus du capital et, plus largement sur le capital, dissuadent d'autant plus l'investissement dans les produits risqués qu'ils sont plus élevés sur ces produits que sur les produits peu risqués, comme c'est le cas en France où les dividendes et les loyers reçus sont lourdement taxés à l'opposé des livrets A et de l'assurance-vie investie en euros. De ce point de vue, la suppression de l'ISF sur les investissements financiers et l'alignement de la fiscalité des dividendes et des loyers sur la fiscalité des autres produits d'épargne, dans le cadre d'un prélèvement forfaitaire de 30% incluant les prélèvements sociaux va dans le bon sens. Toutefois, elle maintient une double taxation de l'épargne, à l'entrée, au moment de l'investissement, et à la sortie, au moment du versement du revenu de l'épargne, qui dissuade l'épargne et l'investissement, et donc de façon générale la prise de risque. Dans l'idéal, il serait souhaitable supprimer purement et simplement la double taxation de l'épargne.

Le troisième canal par lequel on peut aggraver les conséquences du vieillissement sur la prise de risque est celui de l'activité. De ce point de vue, l'abaissement de l'âge de la retraite à 60 ans a eu des effets désastreux, qui ont été fort heureusement partiellement compensés par un allongement progressif, quoique encore insuffisant, des durées de cotisations exigées pour pouvoir partir à la retraite à taux plein. Il faut inciter les travailleurs plus âgés à travailler plus longtemps et à prendre eux-mêmes des risques plus grands en proportion de la protection croissante avec l'âge que leur accorde le droit du travail, au lieu de cumuler comme aujourd'hui un emploi mieux protégée et une activité moins risquée. Il faut en outre veiller à ce que le déséquilibre des régimes de retraite, qui devrait se creuser fortement dans les années à venir à législation constante et sur la base d'hypothèses macro-économiques réalistes (cf. graphique ci-dessous), ne soit plus couvert par une baisse du pouvoir d'achat des retraités, qui pourrait certes les inciter à reprendre une activité mais qui pourrait aussi les inciter à déformer l'allocation de leurs ressources en faveur de la consommation aux dépens de l'investissement risqué, ou par une baisse du pouvoir d'achat des actifs ou des entreprises, induite par la hausse des cotisations sociales qui les inciterait à substituer du capital au travail et à réduire la prise de risque. De fait, si l'on ne veut pas dissuader la prise de risque, l'équilibre des régimes de retraite doit être recherché dans l'ajustement à la hausse de la durée de vie active, sachant que la durée de vie en bonne santé aux âges élevés s'est accrue beaucoup plus vite que prévue au cours des dernières décennies.



Source : rapport du Conseil d'Orientation des Retraites (2017)

4. Des institutions qui doivent inciter à la prise de risque individuelle et collective ?

Toutefois, la neutralité des politiques publiques par rapport au risque ne sera pas suffisante pour enrayer la baisse de la prise de risque liée à la croissance de la fraction de la population naturellement plus averse au risque et plus court-termiste que la moyenne. Il faut donc aller au-delà et inciter les ménages et les entreprises à prendre du risque. Comme il ne saurait être question d'obtenir un tel résultat en déstabilisant les personnes âgées de plus 60 ans, ce qui reviendrait sur un des acquis les plus importants de l'après-guerre, ce n'est donc qu'en favorisant d'une façon ou d'une autre la prise de risque que l'on arrivera à ce résultat. Les moyens pour atteindre cet objectif peuvent être regroupés en six grandes classes d'actions :

- Eduquer les jeunes, et les moins jeunes, à la prise de risque et à l'entrepreneuriat
- Renforcer le caractère incitatif de la fiscalité qui pèse sur l'épargne et l'activité risquées
- Inciter, fiscalement et socialement, les entreprises à rémunérer leurs employés sous forme d'actions, avec des durées d'acquisition longues, plutôt que sous forme de salaire, notamment leurs cadres qui ont des revenus élevés et les retraités qui reprennent une activité, et dont il est sûr qu'ils ne sont pas confrontés à des contraintes de liquidité
- Inciter, fiscalement et socialement, à la constitution d'une épargne retraite, dans le cadre de l'assurance ou de fonds de pension à la française, qui seront par nature largement investis en actifs risqués (actions, private equity etc.)
- Contribuer au financement de la prise de risque, à l'instar de ce que fait la BPI, mais sur une échelle élargie, dès lors que des défaillances de marché ont été mises en évidence, qu'elles soient intrinsèques ou causées par des régulations financières trop malthusiennes... encore que, dans cette dernière hypothèse, il serait préférable de corriger ce caractère malthusien de la régulation
- Inciter à la mobilité des personnes, notamment la mobilité géographique, en supprimant, réduisant substantiellement ou compensant les frictions qui la rendent difficile et coûteuse (droits de mutation, file d'attente pour l'accès au logement social et aux allocations sociales locales...)