

# Pour la création « d'obligations retraite »

Trois professeurs de finance, Lionel Martellini, Robert C. Merton et Arun S. Muralidhar, suggèrent l'émission d'obligations dont l'échéance et la durée correspondraient aux âges de départ et d'espérance de vie à la retraite

Par LIONEL MARTELLINI,  
ROBERT C. MERTON et  
ARUN S. MURALIDHAR

## LE CONTEXTE

### ÉPARGNE

Le ministre de l'économie, Bruno Le Maire, a dévoilé le 28 mars lors du forum Entreprises en action(s) ! des mesures destinées à orienter l'épargne des Français vers les entreprises, qui devraient figurer dans la loi Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (Pacte) présentée en conseil des ministres en mai. Ces mesures visent d'une part à simplifier et harmoniser la fiscalité et les modalités des différents produits d'épargne – en particulier d'épargne-retraite – sans pour autant les fusionner, d'autre part à inciter, par des allègements fiscaux et réglementaires, les épargnants à choisir des produits plus risqués d'investissement dans les entreprises. Pour certains économistes, il faut aller plus loin dans la reconstruction de l'offre de placements.

L'un des objectifs du projet de loi « plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises » (Pacte), qui devrait être présenté en conseil des ministres en mai, est de réorienter l'épargne long terme des Français pour la rendre non seulement plus productive pour le financement de l'économie, mais aussi plus efficace pour le financement de leur retraite.

Une grande partie de l'épargne des ménages est stérilisée dans des contrats d'assurance-vie, qui bénéficient d'un traitement fiscal avantageux mais ne sont pas du tout adaptés aux besoins de la préparation à la retraite. L'objectif d'épargne d'un futur retraité peut, en fait, se formuler de manière assez claire : il s'agit de disposer d'un revenu de remplacement lui permettant de financer ses besoins de consommation pendant la retraite. Si le besoin est clair, il est pourtant mal couvert par les contrats existants. En fait, même les con-

trats en euros, réputés non risqués dans la mesure où ils offrent une garantie en capital, ne permettent pas de sécuriser un montant minimal de revenu de remplacement à la retraite.

La question de la pertinence des supports d'épargne longue se pose aujourd'hui avec d'autant plus d'acuité que l'équilibre de notre système public de retraite par répartition est menacé par une crise sans précédent, caractérisée par l'allongement général de la durée de vie et la forte baisse du nombre d'actifs par retraité : ce ratio s'élève désormais à 2,2, il est parmi les plus faibles des pays développés.

Dans la mesure où l'importance des régimes complémentaires, constituée du bloc AGIRC-ARRCO, reste relativement modeste, les salariés se trouvent dans l'obligation de recourir à des plans d'épargne individuels afin de compléter leur retraite publique et leur éventuelle retraite d'entreprise. Ils se trouvent ainsi de facto de plus en plus responsables des décisions relatives à la constitution de leur épargne-retraite et au placement de cette épargne, ce qui pose un véritable défi pour des individus n'ayant pas pour la plupart l'expertise, l'intérêt ou même le temps nécessaires à la mise en place d'un plan de retraite adapté à leurs besoins.

Pour répondre à ce défi, nous préconisons l'émission régulière d'« obligations retraite », dont les deux caractéristiques principales seraient d'une part un début des paiements différé, d'autre part des annuités constantes en valeur nominale (avec une possible revalorisation tenant compte de l'inflation) versées pendant une durée fixe de vingt ans, qui correspond à peu près à l'espérance de vie à la retraite.

Ainsi, un individu de 55 ans qui achèterait aujourd'hui une obligation d'échéance 2028 commencerait à en percevoir le revenu annuel en 2028, quand l'individu alors âgé de 65 ans atteint l'âge supposé de la retraite, et con-

tinuera à le percevoir pendant vingt ans, soit jusqu'en 2048. Le mécanisme serait ainsi particulièrement simple et transparent, ce qui faciliterait la construction d'une épargne-retraite pour des individus ne disposant d'aucune expertise en matière financière : si l'on suppose un paiement unitaire de 5 euros par obligation sur une base annuelle, un individu achetant 2 000 titres obtiendrait ainsi à partir de l'âge de la retraite un revenu de remplacement de 10 000 euros par an pendant vingt ans.

En France, ces obligations pourraient être particulièrement adaptées à de nouvelles formes de contrats en euros à définir dans le cadre de la loi Pacte afin d'encourager l'épargne longue. Dans l'ensemble de la zone euro, ces obligations trouveraient naturellement leur place dans le cadre de programmes d'investissement mis en place par des individus ou par des fonds de pension. Plus généralement, ces obligations pourraient également servir de base à l'élaboration de solutions d'épargne mêlant actions et obligations, et qui seraient orientées vers la production d'un revenu de remplacement pendant la retraite plutôt que vers la recherche de la performance sans réflexion sur la finalité de celle-ci.

### UNE MENACE TRÈS LOURDE

Les modalités techniques de ces émissions, à savoir la date de départ des paiements, leur durée et la possibilité d'une éventuelle indexation sur l'inflation, doivent être définies par les émetteurs, à savoir idéalement le Trésor pour la dette publique, ou bien des organismes publics ou parapublics bénéficiant de la garantie explicite ou implicite de l'Etat et ayant vocation à émettre des stocks importants de dette.

En plus de leur utilité sociale, ces obligations retraite peuvent également présenter un intérêt pour l'émetteur. Leur échéance différée les rend particulièrement bien adaptées au financement de grands projets d'infrastructure, qui donnent lieu à d'importantes dépenses lorsqu'ils sont engagés et ne produisent des revenus qu'une fois terminés.

La crise des retraites en gestation fait peser une menace très lourde sur la cohésion de notre modèle social. Les indi-

**LES SALARIÉS  
SE TROUVENT DE PLUS  
EN PLUS RESPONSABLES  
DES DÉCISIONS  
RELATIVES À LA  
CONSTITUTION ET AU  
PLACEMENT DE LEUR  
ÉPARGNE-RETRAITE**

vidus commencent en général trop tard à épargner pour leur retraite et ils ne sont que très rarement en situation de prendre des décisions éclairées pour le placement de cette épargne. Dans ce contexte, la science et l'ingénierie financières peuvent avoir un impact social très fort en favorisant l'émergence d'innovations simples et utiles pour les individus. L'introduction d'instruments financiers adaptés bénéficiant d'un cadre fiscal incitatif ne suffira peut-être pas à résoudre la crise des retraites, mais elle contribuerait significativement à en changer la donne ! ■

**UNE PARTIE DE L'ÉPARGNE  
DES MÉNAGES  
EST STÉRILISÉE DANS  
DES CONTRATS  
D'ASSURANCE-VIE,  
QUI NE SONT PAS  
ADAPTÉS AUX BESOINS  
DE LA PRÉPARATION  
À LA RETRAITE**

**Lionel Martellini** est professeur de finance à l'Edhec et directeur de l'Edhec-Risk Institute  
**Robert C. Merton** est professeur de finance au Massachusetts Institute of Technology (MIT) et lauréat du prix Nobel d'économie en 1997  
**Arun S. Muralidhar** est professeur associé de finance à l'université George-Washington

## The Context

At the Entreprises en action(s)! (Businesses in Action!) forum held on 28 May, the French Minister of the Economy, Bruno Le Maire, unveiled measures to steer the savings of the French towards corporate pension plans, which should form part of the PACTE<sup>1</sup> legislative bill to be presented to the Council of Ministers in May. These measures aim to, on the one hand, simplify and harmonize taxation and the terms and conditions of the various savings products (retirement savings in particular) without merging them and, on the other hand, use tax and regulatory relief to encourage savers to choose riskier investment products in companies. For some economists, more needs to be done when it comes to the reconstruction of investment offerings.

## On the Creation of "Retirement Bonds"

*Three professors of finance, Lionel Martellini, Robert C. Merton and Arun S. Muralidhar, suggest issuing bonds with maturities and durations that would match the retirement age and life expectancy at retirement.*

One of the objectives of the PACTE bill, which is due to be presented to the Council of Ministers in May, is to redirect the long-term savings of the French people to make it not only more productive in terms of funding the economy, but also more effective in funding their retirement.

An overwhelmingly large fraction of households' savings is sterilized in life insurance products, which offer tax benefits but are not at all adapted to the needs of the retirement planning. The savings goal of a future retiree can, in fact, be expressed in simple terms: it involves having enough replacement income at one's disposal to ensure that consumption needs during retirement can be funded. Although the need is clear, it is currently poorly addressed by existing contracts. In fact, even euro-denominated contracts, deemed risk-free insofar as they protect the invested capital, do not secure a minimum amount of replacement income at retirement.

The question of how relevant long-term savings plans are is all the more acute today because the stability of our public pay-as-you-go pension system is threatened by an unprecedented crisis, facing generally higher life expectancy and a sharp decline in the number of assets per retiree: this ratio now stands at 2.2, which is among the lowest in developed countries.

Insofar as the scale of supplementary pension regimes (which, in France, consists of AGIRC-ARRCO plans) remains relatively small, employees are obliged to resort to individual savings plans in order to supplement their state pensions and their eventual company pension plans. They are in effect becoming increasingly responsible for their own retirement savings and investment decisions, and these issues present a tough problem for people with little or no financial knowledge, interest or even the time required to implement a retirement plan tailored to their needs.

To address this challenge, we suggest that the government regularly issue "retirement bonds", the two main features of which would be, on the one hand, the deferment of the start of payments and, on the other hand, annuities that are constant in nominal terms (but adjusted for inflation) and paid over a fixed 20-year period, which roughly corresponds to life expectancy at retirement.

So, a 55 year-old today would buy a 2028 bond, which would start paying cash-flows upon retirement at 65 in 2028, and keep paying for 20 years, through to 2048. The mechanism would be particularly simple and transparent, making it straightforward for individuals with little or no financial expertise to constitute retirement savings: assuming a unit payment size of €5 per bond on a yearly frequency, an investor buying 2,000 retirement bonds would secure €10,000 replacement income per year for 20 years in retirement.

In France, in order to encourage more saving for the long term, these bonds could be specifically adapted to new forms of euro-denominated contracts to be defined under the PACTE bill. These bonds would be highly attractive throughout the entire Euro-zone as they would fit into any investment programme implemented by individuals or by pension funds. More generally, these bonds would provide the opportunity to develop new savings solutions that combine stocks and bonds, and aimed at producing replacement income during retirement rather than purely seeking performance with no second thought about the ultimate purpose of doing so.

### A Very Serious Threat

The technical details of these issuances, such as the start date of payments, the duration of cash-flows and the possibility of indexing them to inflation, must be defined by the issuers, ideally the French Treasury for public debt, or public or semi-public bodies that are explicitly or implicitly guaranteed by the state and equipped to issue large stocks of debt. In addition to their social utility, these retirement bonds may also provide the issuer with benefits. Their deferred maturity makes them particularly well suited for financing major infrastructure projects, which incur significant expenses when they are initiated and only generate income once completed.

The looming pension crisis poses a serious threat to the cohesion of our social model. In general, individuals do not start saving for retirement early enough, and they rarely have the financial literacy required to make sound decisions about investing such savings. In this context, finance science and engineering can have far-reaching social benefits by fostering the emergence of simple and useful innovations for individuals. The introduction of adapted financial instruments benefiting from a suitably designed tax framework may not be enough to solve the pension crisis by itself, but it would be a significant game changer!

1 - PACTE stands for "Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises" (Action plan for corporate growth and transformation).