



LE VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION ACTIVE : QUEL RÔLE POUR L'ANALYSE EXTRA-FINANCIÈRE ?

CATHERINE GUINEFORT *
ÉRIC BORREMANS **
MORGAN CARVAL ***

A partir d'une analyse des enjeux issus du vieillissement de la population active, nous cherchons à illustrer dans cet article la manière dont l'analyse extra-financière peut compléter l'analyse financière traditionnelle des entreprises et apporter à l'investisseur une vue plus complète des risques et opportunités à moyen terme.

L'analyse extra-financière peut contribuer à identifier des sources potentielles de création ou de destruction de valeur insuffisamment appréhendées par les marchés financiers ; parce que difficilement quantifiables, relativement incertaines, ou bien dont l'échéance est trop lointaine par rapport à un horizon d'investissement de court terme. Appliquée aux enjeux du vieillissement démographique, cette analyse a pour objectif d'anticiper les facteurs de risques et d'opportunités susceptibles d'affecter les entreprises. Cela passe par la définition de scénarios, notamment en matière de vieillissement, l'identification de facteurs de risque et l'évaluation critique de l'impact potentiel sur l'entreprise. La quantification financière de ces éléments est techniquement possible pour les engagements en

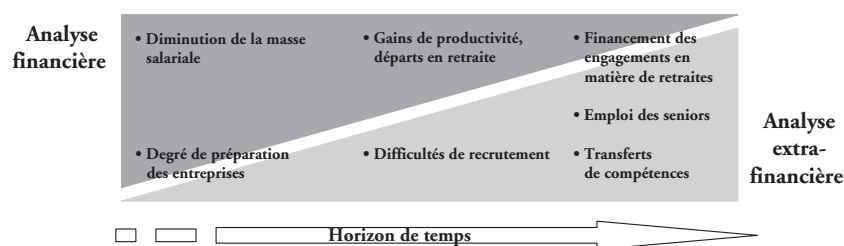
* Gérante Senior, BNP Paribas Asset Management.

** Responsable de la Recherche Développement Durable, BNP Paribas Asset Management.

*** Analyste Développement Durable, BNP Paribas Asset Management.

matière de retraite comme pour l'impact sur les coûts salariaux. Pour les aspects organisationnels, le passage du qualitatif au quantitatif est techniquement plus difficile mais demeure utile pour avoir une vue plus complète des risques et opportunités d'investissement. Dès lors, l'analyse financière et l'analyse extra-financière appliquées aux enjeux démographiques dans l'entreprise se complètent sur des horizons de temps différents. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, l'objectif est d'offrir au gérant de portefeuille ayant un horizon d'investissement long une information plus complète et plus pertinente.

Graphique n° 1 Analyse du problème démographique d'un point de vue financier et extra-financier



Source : BNP PAM.

LES ENJEUX DU VIEILLISSEMENT

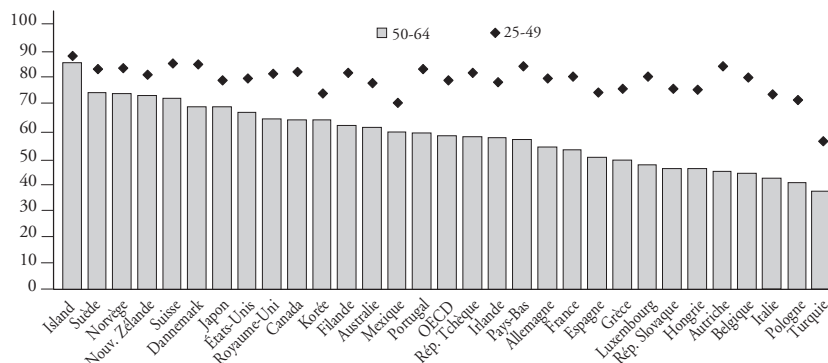
Les pays occidentaux sont confrontés à un vieillissement démographique sans précédent. Selon l'OCDE, la proportion des personnes âgées de 60 ans et plus devrait avoisiner 30 % de la population des pays membres d'ici 2040¹. Ce choc démographique pèsera immanquablement sur le marché du travail. En France par exemple, le nombre de départs à la retraite sera supérieur aux entrées sur le marché du travail à partir de 2009.

Face à ce choc démographique, les pouvoirs publics sont amenés à réviser les politiques de financement des retraites, mais aussi les politiques d'emploi des seniors (54-65 ans) ou l'âge légal de départ à la retraite. L'Union européenne a aujourd'hui fixé un cadre politique pour l'emploi des seniors, fixant un objectif communautaire de 50 % de personnes actives dans la tranche d'âge 55-64 ans à horizon 2010². Aujourd'hui ce taux avoisine plutôt les 40 % en France, Italie ou Espagne et seuls les pays nordiques, la Suisse et le Royaume-Uni affichent un taux d'emploi des seniors supérieur à 60 %. Ces changements structurels auront des conséquences tant sur



l'organisation des entreprises que sur leur structure de coûts, avec des situations hétérogènes entre les différents secteurs d'activité, voire au sein d'un même secteur.

Graphique n° 2
Taux d'emploi, pays de l'OCDE, par groupe d'âge (2004)



Source : OCDE.

Un tel changement macroéconomique doit être pris en compte dès à présent par les investisseurs ayant un horizon de placement à long terme. Certains impacts du vieillissement démographique sont déjà présents dans l'analyse financière, comme les réductions de masse salariale liées aux départs en retraite. Pour autant, force est de constater que des aspects tels que la prise en compte des engagements de retraite reste superficielle, bien qu'en progression depuis la publication des comptes des entreprises au format IFRS³, les entreprises devant comptabiliser les déficits des fonds de pensions au passif du bilan. Les engagements de retraite, par nature à moyen et long terme, nous semblent cependant insuffisamment considérés dans l'analyse des sociétés, essentiellement pour les régimes à prestations définies (où l'entreprise s'engage à verser une pension tout au long de la retraite et dont le montant est défini à l'avance), surtout aux États-Unis et au Royaume Uni. Il en va de même des questions organisationnelles. Ces aspects peuvent, en effet, être source d'inefficiences ou d'avantages concurrentiels et pourraient surprendre les analystes, compte tenu de leur impact potentiel sur la rentabilité et les perspectives de croissance des entreprises. Bien que difficilement quantifiables, ces enjeux n'en restent pas moins matériels et nécessitent un véritable travail de recherche de la part des investisseurs.

CROISSANCE ET DÉCROISSANCE DES COÛTS SALARIAUX ?

Dans le cadre de l'analyse financière, le traitement de la question démographique dans les entreprises se traduit d'abord et surtout par l'anticipation d'une baisse structurelle des coûts salariaux, liée aux départs en retraite. Par exemple, lors de son introduction en Bourse, le groupe EDF a mis en avant dans sa communication financière les perspectives d'amélioration de sa marge opérationnelle, liée à la baisse des coûts salariaux résultant des départs à la retraite. Le groupe prévoit quelques 9 000 départs entre 2005 et 2007, dont un tiers à un quart ne devrait pas être remplacé, estimant ainsi réaliser une économie de 1,5 Md€ sur les charges salariales. EDF anticipe de recruter 3 500 personnes sur la période, en complément des redéploiements internes réalisés pour les activités dites « cœur de métier »⁴. Les départs en retraite sont dans ce cas considérés comme facteurs d'amélioration de la productivité. EDF n'est pas un cas isolé, de nombreux groupes bancaires d'Europe continentale envisagent des évolutions similaires, quoique sur une échelle plus réduite.

Cependant, au-delà de la baisse des coûts salariaux, les entreprises pourraient connaître une augmentation parallèle des coûts de recrutement et de formation des jeunes, destinés à compenser les départs. Il apparaît, en effet, que les coûts de recrutement de jeunes diplômés sont probablement amenés à croître dans certains secteurs où les compétences sont très demandées. Par exemple, Mike Rake, Président de KPMG International, déclarait au *Financial Times* que les perspectives de croissance futures de sa société dépendaient directement de sa capacité à recruter et fidéliser des auditeurs et des comptables qualifiés dans les années à venir⁵.

Dans le cadre du groupe EDF, la pyramide des âges étant tellement « déséquilibrée », l'effet « réduction des coûts » joue à plein. Les facteurs limitants sont ici à mettre au deuxième niveau, même si l'enjeu organisationnel paraît très important, à court terme. Pour autant, certains secteurs ayant une population salariée âgée (par exemple en France, cf. tableau n° 1), jugés moins attractifs parce que connaissant des conditions de travail plus difficiles (BTP, restauration, santé) présentent de sérieux risques de pénuries de compétences et de difficultés de recrutement dans les années à venir.

Ainsi dans le secteur pétrolier, la moyenne d'âge est actuellement de 49 ans, et 50 % de la population salariée partira à la retraite dans les 10 prochaines années. Le secteur est contraint d'augmenter les salaires pour attirer des jeunes recrues qui boudent les conditions de travail difficiles ou dangereuses, autant que la réputation du secteur⁶.

Tableau n° 1
Proportion des salariés de 50 ans et plus
dans les différents secteurs d'activité, en 2000 en France

Les plus représentés	%	Les moins représentés	%
Activités immobilières	31,1	Conseils et assistance	15,7
Recherche et développement	29,2	Industries agricoles	15,5
Construction Aéronautique	27,2	Commerce automobile	14,9
Industrie automobile	26,4	Culture et sport	12,9
Éducation	25,4	Commerce de détail	12,9
Activités financières	24,6	Services personnels	12,5
Postes et télécommunications	24,5	Hôtels et restaurants	11,9
Produits minéraux	24,4	Services opérationnels	10,8

Source : Enquêtes Emploi, INSEE.

Certaines recherches indiquent que les secteurs comme la santé, la défense et l'aérospatiale ou la construction vont être particulièrement touchés par le risque de pénurie de compétences⁷. Ainsi, l'analyse des efforts de recrutement dans le temps devient pertinente, tout autant que l'accompagnement et la fidélisation des nouveaux entrants.

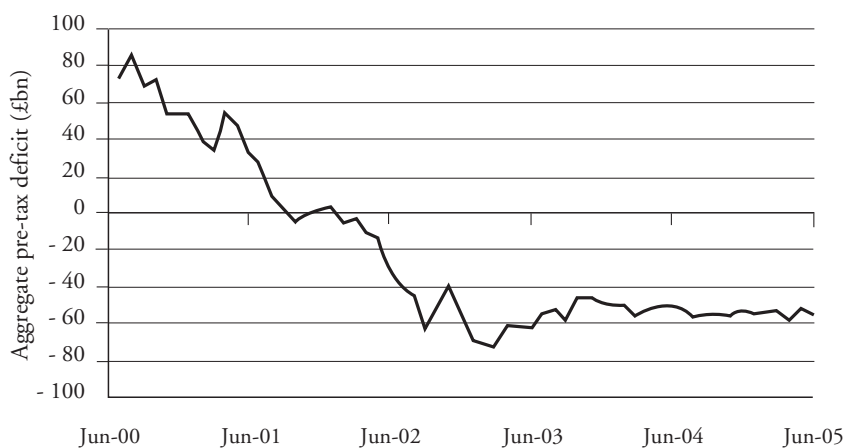
Si la question des coûts semble donc aujourd'hui bien prise en compte par l'analyse financière, il est donc nécessaire de tempérer les projections trop optimistes de baisse des coûts salariaux car le vieillissement de la population risque également d'engendrer certains coûts supplémentaires, à court terme. Il faut par ailleurs prendre en compte la situation particulière de certains secteurs ou entreprises, notamment de la « vieille économie », qui parallèlement au vieillissement de leur main-d'œuvre, font également face à des provisions pour engagements retraites de plus en plus élevés.

ENGAGEMENTS EN MATIÈRE DE RETRAITE

En 2004, les marchés ont découvert l'importance des engagements retraites de General Motors, qui a vu son rating crédit passer au statut de « junk bond », littéralement « obligation pourrie ». La publication des comptes au format IFRS, qui édicte que les engagements retraites doivent figurer dans le bilan de l'entreprise dès lors qu'on se trouve dans le cadre d'un régime à prestations définies⁸, devrait permettre de mieux identifier leur poids dans la structure financière des entreprises ; la matérialité de ces engagements s'accroissant à mesure du rapprochement des départs en retraite pour une part importante des effectifs (ce qui est le cas aujourd'hui).

La comptabilisation des engagements en matière de retraite se faisant à leur valeur de marché, le passif des fonds à prestations définies s'est fortement accru depuis 2001, du fait d'un meilleur encadrement des hypothèses actuarielles, lié en particulier aux révisions des modèles d'espérance de vie (allongement) et de rentabilité des marchés sur le long terme (baisse des taux actuariels). Cette augmentation du passif touche principalement les entreprises aux États-Unis et en Grande Bretagne. Si le déficit moyen des sociétés du FTSE 100 avoisinait 4,4 % de la capitalisation boursière au 30 juin 2005, la situation était très hétérogène⁹. Selon UBS, le déficit du fonds de pension de BAE Systems, qui opère dans le domaine de la défense, atteignait 51 % de la capitalisation boursière du groupe au 30 juin 2005. Pour British Airways, ce déficit représentait 61,7 % de la capitalisation boursière, pour ICI 42 % et pour BT Group 26,1 %. La remontée des marchés actions depuis 2003 n'a pas permis de compenser l'impact de la baisse des taux longs sur les taux d'actualisation des fonds de pension, comme le montre le graphique ci-dessous.

Graphique n° 3
Estimation du niveau global de financement
des fonds de pensions du FTSE 100



Source : UBS.

Le phénomène n'est pas le propre des sociétés américaines ou anglaises car il touche également les entreprises françaises. Selon Oddo Securities, le déficit moyen des fonds de pension des sociétés françaises atteignait 4 % de la capitalisation boursière du CAC 40 à fin 2004¹⁰. Par exemple, les analystes d'Oddo

estiment que le déficit des fonds de pension atteignait 5,8 % de la capitalisation boursière de Michelin ou 5,7 % pour un groupe comme Thales.

Le cabinet Mercer Human Resource Consulting a réalisé en 2005 une enquête auprès des directeurs financiers de sociétés cotées sur le marché britannique. Ceux-ci étaient 39 % à estimer que le déficit représente un risque potentiellement important pour la notation crédit de l'entreprise, et 33 % à penser que le déficit pouvait faire peser un risque sur la liquidité de l'entreprise et sur ses résultats¹¹.

Si l'information concernant les engagements retraites des sociétés s'améliore par le passage aux normes IFRS, et si les cas extrêmes sont pour la plupart identifiés, celle-ci pourrait réserver quelques surprises, obligeant les analystes à intégrer ces engagements futurs à leurs modèles d'actualisation, venant ainsi réduire la capacité d'autofinancement des entreprises. Pour autant, le marché ne semble pas pressé de prendre en compte le risque dans sa globalité. Le caractère lointain des engagements, l'incertitude financière quant aux taux réels d'actualisation, la diversité des hypothèses en matière d'espérance de vie ou la confiance dans les marchés actions semblent être des freins à cette intégration. Ce thème devrait pourtant continuer à faire parler de soi. Pour preuve l'augmentation des études sur ce sujet par les maisons de courtage depuis la publication des comptes au format IFRS. Cela devrait également permettre de mieux identifier les entreprises qui seront les plus concernées par la transition opérationnelle liée au vieillissement de leur pyramide des âges.

DU FINANCEMENT DES RETRAITES AU TRANSFERT DU SAVOIR

Au-delà des aspects purement financiers, le transfert du savoir est peut-être l'enjeu le plus critique lié au vieillissement de la population. Cette question ne se prête pas facilement aux modèles d'analyse financière en raison de son caractère difficilement quantifiable. L'exemple de BAE Systems est pourtant un bon révélateur de cette problématique. Le groupe a dû faire revenir des employés partis en retraite pour assurer la maintenance de certains équipements critiques de ses anciens sous-marins, l'entreprise ayant perdu au fil du temps ces compétences particulières¹². Au-delà des coûts, force est de constater que la question démographique est aussi organisationnelle et passe autant par le transfert du savoir aux nouvelles générations que par l'intégration réussie des seniors dans l'entreprise, afin de préserver et d'améliorer la productivité. Si le transfert des compétences est un sujet qui a toujours été



abordé dans les organisations, c'est son ampleur dans les 10 prochaines années qui en fait un véritable enjeu opérationnel et stratégique.

Les entreprises opérant en Europe, aux États-Unis et dans les principaux pays développés vont devoir s'adapter à une population salariée plus âgée, tout en anticipant des départs massifs à la retraite.

Sans planification adéquate, le risque opérationnel lié au manque de transfert des compétences ou au manque d'anticipation dans le renouvellement de la pyramide des âges peut générer des situations très délicates. L'agence spatiale américaine (NASA) a fait savoir, dès 2002, que la proportion de salariés de plus de 60 ans était trois fois plus élevée que celle des moins de 30 ans et que 50 % de ses collaborateurs pourraient faire valoir leurs droits à la retraite dès 2006, faisant peser un risque organisationnel sans précédent pour l'organisation, notamment pour les projets de long terme¹³. De nombreux actifs industriels ont une durée de vie supérieure à la carrière des salariés, comme dans l'industrie nucléaire. Le parc de réacteurs nucléaires construit dans les années 1960 va devoir être démantelé dans les 10 prochaines années. Cette responsabilité incombera aux ingénieurs qui n'auront pas participé au développement, à la construction ou à la maintenance des sites, augmentant de facto le risque opérationnel.

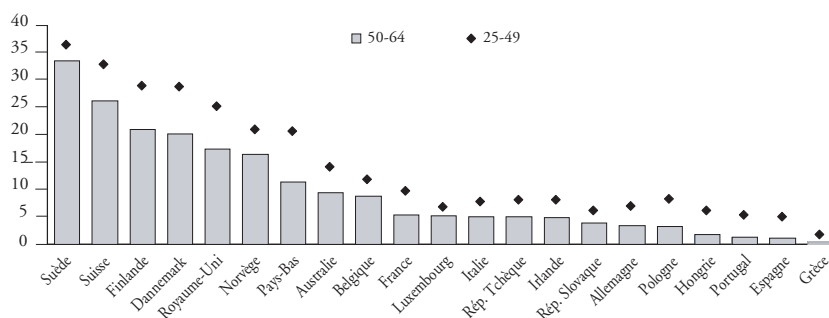
8

De fait, l'analyste extra-financier doit maîtriser les aspects démographiques. Premièrement, une approche *top down* permet de cerner les secteurs et zones géographiques les plus exposés aux risques démographiques. Ensuite, l'analyse des pyramides des âges et des mesures mises en place au sein de l'entreprise pour gérer cette problématique permet de valider si l'entreprise est exposée à une augmentation probable des coûts salariaux, notamment de recrutement. Ces résultats permettent de mieux cerner l'évolution de la masse salariale, une variable importante de l'analyse financière. Le principal problème réside dans l'obtention de l'information, qui n'est pas systématiquement publiée par les entreprises, même si on constate dans ce domaine une amélioration sensible. À titre d'exemple, un nombre croissant de sociétés européennes du secteur bancaire inclut des informations sur la pyramide des âges dans leurs rapports annuels. Pour le moment, le dialogue avec le management et les partenaires sociaux reste la principale source d'information, car au-delà des chiffres, c'est l'analyse de la situation particulière de l'entreprise qui permet de valider le niveau de risque. Par exemple, l'analyse permet d'identifier que les gains de productivité ou les efforts de mobilité permettront de compenser en partie les départs et d'étaler les recrutements sur plusieurs années.

Au-delà de la gestion des départs, c'est peut-être l'emploi des seniors dans l'entreprise qui nécessite la plus importante des adaptations au

sein des organisations. La plupart des entreprises ne sont en effet pas préparées à gérer cette classe de salariés, car ayant à ce jour peu d'expérience en la matière, du moins à grande échelle, ce qui peut également s'expliquer par les politiques publiques de départs anticipés menées ces dernières années. Le taux d'emploi des seniors, relativement faible actuellement, devrait donc progresser significativement dans les prochaines années. Comme le montre le graphique n° 4, les dépenses de formation et de gestion des carrières, traditionnellement orientées vers les jeunes générations et les cadres, vont devoir être réorientées, voire augmentées. Ajoutées aux difficultés de recrutement et d'intégration des jeunes dans l'entreprise, la question démographique est en passe de devenir un des grands enjeux opérationnels de ces prochaines années, en particulier pour les entreprises dont la moyenne d'âge est supérieure à 50 ans.

Graphique n° 4
Pourcentage de personnes ayant reçu une formation en 2004,
par groupe d'âge



Source : OCDE.

Mais la question démographique peut également se transformer en opportunité. Par exemple, les services financiers, qui cherchent à mieux servir une population de seniors, commencent à rechercher des profils correspondants pour des postes généralement réservés aux populations jeunes, par exemple dans les centres d'appel. La banque australienne Westpac a opté pour ce genre de solution quand elle s'est aperçue que 40 % de ses clients étaient âgés de plus de 50 ans. Depuis, l'emploi des seniors fait partie intégrante de la stratégie de l'entreprise, et le groupe espère améliorer la satisfaction de ses clients autant que ses ventes et bénéficier, grâce à ces mesures, d'un avantage concurrentiel. Pour d'autres secteurs comme celui de la santé, des services, le vieillissement présente aussi une source d'opportunité pour l'investisseur.

L'exemple des enjeux démographiques montre que l'analyse extra-financière permet d'appréhender de manière objective et pragmatique certains risques mal perçus par l'analyse financière. D'autres enjeux de long terme comme les changements climatiques et les limites imposées aux émissions de gaz à effet de serre nécessitent également d'élargir le cadre d'analyse des sociétés. Pour l'investisseur de long terme, l'analyse extra-financière se présente donc de plus en plus comme un outil incontournable de l'analyse fondamentale des sociétés et d'anticipation des risques et opportunités d'investissement.

NOTES

1. OCDE, Forum politique à haut niveau : Vieillesse et politiques de l'emploi.
2. Union Européenne, Sommet de Stockholm, mars 2001.
3. International Financial Reporting Statement.
4. EDF, document de base 2004.
5. *Financial Times*, 26 janvier 2005.
6. *Financial Times*, "Depleted talent reserves threaten oil companies: The industry aims to attract young graduates to replace an ageing workforce", 29 mars 2005.
7. IGAS (Inspection Générale des Affaires Sociales), « Rapport annuel 2004 : Gestion des âges et politiques de l'emploi ».
8. C'est-à-dire que l'employeur s'engage à verser un certain montant au salarié jusqu'au décès de ce dernier.
9. UBS Investment Bank : "UK pension deficit, moving from a theoretical to real liability", Août 2005.
10. Odco Securities : « Risques retraites & CAC 40 : Merci IFRS ! ».
11. Mercer Human Resource Management Consulting, "Survey: impact of pensions on company finances", 16 novembre 2005.
12. Source : BAE Systems.
13. NASA, "NASA's Strategic Human Capital Plan - Appendix B", NASA's Human Capital Challenge, août 2002.