

FONDS DE PENSION :
PRUDENCE OU NECESSITE DE LA REFORME ?

*Yann Clément-Colas**

Entretien réalisé par Hubert Fabre

*

Quelle est la place actuelle des fonds de pension dans l'économie mondiale, et par quoi sont-ils caractérisés ?

Ce qu'il est désormais convenu de nommer « la mondialisation des échanges de biens et services économiques ou financiers », loin d'être une conception restée indigente de par sa généralité, permet en fait de s'interroger sur certaines des tendances fondamentales du système des relations internationales. Parmi ces régularités, la question de la propriété privée des moyens de production et de communication est d'un intérêt stratégique prégnant pour notre époque. Assumant la nouvelle forme de pouvoir dont les infrastructures financières sont dorénavant les détentrices, il convient de s'intéresser au jugement selon lequel les fonds de pension, drainant l'épargne mondiale, seraient au cœur du capitalisme contemporain. S'il existe de nombreux types d'organismes de placements collectifs sur les marchés financiers, ce sont en effet les fonds de pension qui permettent le mieux d'appréhender l'actuel régime d'accumulation de notre système capitaliste à dominante financière. Ainsi, pour comprendre les enjeux sous-jacents à l'introduction de fonds de pension dans l'économie nationale, notamment en France, il faut préalablement analyser les mécanismes qui les régissent.

Les fonds de pension sont des institutions qui réunissent les caisses de retraite des salariés travaillant dans les entreprises (ou groupes d'entreprises) du secteur privé et dans les entreprises et administrations du secteur public. Ces fonds collectent les contributions salariales et patronales et les gèrent selon le principe de la capitalisation : ils ont pour objectif de financer le système des retraites en versant le revenu de capitaux placés sur les marchés financiers. Ils sont ainsi sensés représenter une espèce d'

* Yann CLÉMENT-COLAS est chargé de cours en sciences économiques à l'Université Paris II Panthéon-Assas, et poursuit un doctorat sur le thème de la croissance.

« assurance retraite » fondée sur la relation entre trois parties : la personne morale (le fonds), un contractant (une personne privée ou l'entreprise concernés) et une société gestionnaire (qu'il s'agisse une banque d'investissement ou une société d'assurance).

Ainsi constitués, ils sont différenciés selon deux critères. Traditionnellement, on distingue d'une part deux régimes de fonds de pension : un régime à prestations définies – dans lequel c'est l'employeur qui prend en charge les risques financiers, puisque le montant de la pension est fixé à l'avance - et un régime à cotisations définies – dans lequel l'engagement concerne les cotisations versées durant la vie active, les prestations étant alors déterminées par le volume total et le rendement des placements. C'est alors le salarié qui supporte l'ensemble des risques. D'autre part, une seconde distinction permet de définir les fonds selon la nature et les caractéristiques principales des placements qui constituent leurs portefeuilles d'actifs ; en général, les fonds de pension anglo-saxons privilégient les placements en actions nationales, actifs à risque par définition et à forte volatilité, tandis que les fonds d'Europe continentale préfèrent souvent leurs marchés obligataires nationaux, réputés plus sûrs. Les fonds de pension irlandais, britanniques, néerlandais ou japonais se caractérisent quant à eux par une diversification internationale centrée sur des marchés liquides, profonds ou émergents qui nécessitent une grande expertise de gestion.

Peut-on évaluer la part que les fonds de pension occupent actuellement, en terme de capitalisation, sur les marchés européens ?

De nos jours, les fonds de pension sont devenus des investisseurs institutionnels dont le poids financier est considérable, et ce dans la plupart des pays de l'OCDE. En terme d'encours, les principaux fonds de pensions sont américains, et issus du secteur public. En part du PIB, c'est cependant en Europe qu'on mesure les plus fortes capitalisations, en particulier en Suisse, en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas. La fiscalité préférentielle dont ils bénéficient, concernant le versement aussi bien des cotisations, ou contributions, que des revenus des placements, est un des facteurs déterminants de leur évolution et de leur développement.

Concernant le régime de retraite par répartition, tel qu'il subsiste en France, ne sera-t-il pas contraint d'accepter une coexistence plus grande avec un système de compléments par capitalisation boursière, à plus ou moins brève échéance ?

Connaissant les difficultés structurelles auxquelles notre régime de retraite par répartition est soumis, et prenant pour donnée la concurrence européenne et mondiale entre les différentes places financières, il paraît *a priori* difficile de comprendre les raisons des réticences françaises à l'adoption des fonds de pension. S'ils venaient simplement compléter le système de retraite par répartition existant, sans véritablement le transformer, la solution du problème se serait imposée à tous. Or, en France, gouvernants, partenaires sociaux et intellectuels débattent et s'interrogent encore sur l'opportunité, la faisabilité et l'intérêt de recourir aux fonds de pension, non seulement pour accroître la liquidité du marché et améliorer les conditions de financement des entreprises mais surtout pour financer les retraites. C'est donc que les raisons économiques, financières et boursières n'épuisent pas le sujet : notre modèle social est en cause dès lors que le principe de la solidarité collective ne peut coexister avec celui de la capitalisation. Un régime mixte, associant le régime général et les régimes spéciaux, et mêlant cotisations obligatoires et facultatives, n'assure plus la nécessaire redistribution, la correction des inégalités et des disparités de condition : l'égalité devient inaccessible lorsque les règles ne sont plus les mêmes pour tous.

Présenter les fonds de pension comme des créanciers et actionnaires institutionnels qui permettraient l'émergence d'un nouveau type de propriétaires du capital des entreprises françaises, c'est défendre un régime de croissance patrimonial dont les fondements sont pour le moins fragiles. Rien n'autorise en effet à croire qu'il est envisageable de définir des critères d'investissement répondant à d'autres logiques que celle du meilleur rendement : même en matière d'éthique, c'est la logique de rentabilité financière qui l'emporte et se révèle difficilement compatible avec l'amélioration des salaires et des conditions de travail. Les critères de gestion des propriétaires actuels du capital sont ainsi exclusivement financiers. Les grands fonds de pension et de placement collectifs ne sont jugés que sur la performance de leurs portefeuilles, la concurrence sur les normes de performance n'étant que temporaire et accessoire. Le seul principe est celui de la maximisation de la valeur actionnariale : l'actuel régime d'accumulation se voit offrir par les fonds de pension une résolution à l'une de ses contradictions centrales qui repose sur l'antagonisme entre les possibilités objectives de profitabilité des activités économiques et les exigences de rentabilité.

La volonté des pouvoirs publics est d'aboutir à une « taille critique » du marché permettant à leur place financière de disposer d'une masse suffisamment grande d'investisseurs. Le rôle des gouvernements, quelles que soient les alternances, a donc été de défendre la position stratégique de la place de Paris en négligeant les coûts induits pour la société. Les choix politiques se sont faits selon des critères techniques : on a pu parler de la « tyrannie des marchés ».

La structure du capitalisme français se caractérisait par une forte intermédiation puis par un désendettement massif et un grand nombre de sociétés non-cotées. Depuis la libéralisation des mouvements de capitaux, ce sont la financiarisation de la dette publique et le mouvement de privatisation des grandes entreprises de l'industrie française – riches en technologies – qui ont permis d'introduire une « culture boursière » en France. Le pouvoir des investisseurs institutionnels étrangers – fonds de pension et de placements financiers, mais aussi grandes banques et sociétés d'assurance – s'exercent alors moins comme créanciers imposant leurs priorités aux gouvernements, qu'en tant qu'actionnaires des groupes industriels définissant leur stratégie globale, la France restant néanmoins exportatrice nette de capitaux.

Le processus est pourtant déjà bien engagé puisqu'on aboutit à l'existence d'un seul modèle de gestion des entreprises et de détermination unique du niveau de rentabilité attendu ou d'utilisation des profits à différents usages (investissements en recherche et développement, expansion des capacités de production, distribution de dividendes). Cette dérive financière est la manifestation de la contradiction objective à résoudre entre valorisation financière exigée (sorte de revenu garanti du capital) et valorisation économique possible, la sur-croissance financière comblant l'écart entre rentabilité actionnariale demandée et capacités objectives de profitabilité des actifs économiques sous-jacents. L'écart entre les valeurs financières proclamées et les valeurs économiques fondamentales conduit à une dynamique intrinsèquement déséquilibrée. Ainsi, les effets de propagation d'un éclatement de la bulle boursière sur la sphère réelle seront sans aucun doute sociaux.

Ce processus ne risque-t-il pas surtout d'opérer une redéfinition du risque lié aux revenus financiers des salariés-retraités, qui constitue le principal obstacle à l'instauration des fonds de pension dans le système des retraites en France ?

En effet, l'ultime conséquence de ce nouveau pouvoir de l'actionnariat réside en une redistribution du risque qui s'opère

entre capitalistes et salariés. Le salariat devient la classe exposée à tous les risques : la gestion patronale étant à priorité financière, la situation des salariés, leur niveau de rémunération directe et leurs conditions de travail n'étant pas pris en compte, c'est sur les salariés que se concentrent toutes les tensions. L'éviction des salaires dans le partage de la valeur ajoutée est la manifestation du fait que la masse salariale n'est devenue qu'une simple variable d'ajustement du système. L'une des conséquences des niveaux d'engagement financier élevés des ménages est la responsabilisation des salariés par le biais de la dépendance de leur richesse à leurs revenus financiers. Il en résulte une dépendance accrue des déterminants de la demande privée à la sphère des marchés financiers : la flexibilité et la précarité sont au travail ce que la propriété de liquidité est au capital. Les choix effectués en matière d'épargne financière – en distinguant clairement choix individuels d'épargne des ménages et épargne salariale quasi-forcée – se retrouvent ainsi dans les formes mêmes du lien social. Ils tendaient à créer une relation stable entre les entreprises et leur personnel, mais l'instabilité économique et financière y a mis fin. La question patrimoniale est donc majeure.

En fait, le véritable enjeu soulevé par le débat français sur le projet des fonds de pension réside dans le fait de savoir si le travail est encore le fondement de nos sociétés modernes. Selon les partisans de ce système, l'antagonisme entre travail et capital serait en voie d'obsolescence. Les rapports entre les salariés et le capital, entre le capital et l'Etat, trouveraient leur aboutissement logique par la voie actionnariale. Ainsi, marché et démocratie pourraient aller de paire. Mais le travail d'analyse, critique et prospectif, des fondements sociaux, du fonctionnement et des fragilités du régime de croissance patrimonial nous conduit au contraire à envisager cette controverse comme une lutte d'influence entre des pouvoirs répondant à une légitimité et une logique différentes, le politique ne devant jamais totalement concéder sa place à l'économique, au financier et moins encore au boursier.