

CHAPITRE 3
LE MIROIR AUX ALOUETTES DES FONDS DE PENSION
in Fondation Copernic, *Les retraites au péril du libéralisme*, Syllepse, 1999



« Un penny placé à la naissance de Notre Seigneur Jésus-Christ, à intérêts composés de 5 %, aurait grandi et atteindrait aujourd'hui une somme plus importante que celle que contiendraient 150 millions de monde, tous faits d'or massif ».

Richard Price, 1772¹

Pour échapper à la prétendue implosion des retraites par répartition, il faudrait donc, nous dit-on, introduire une dose de capitalisation². A priori, on ne voit pas bien le rapport : en quoi le mode de financement peut-il modifier la somme à financer ? Cette question est d'autant plus légitime que, sous certaines conditions, les deux systèmes, répartition et capitalisation, ont des propriétés équivalentes. Il faut donc s'interroger sur la supériorité revendiquée par le système par capitalisation. On montrera que les arguments en sa faveur sont souvent contradictoires et bien peu convaincants. Cette réflexion peut partir d'une remarque de bon sens : s'il y a plus de personnes âgées, ne faudra-t-il pas, de toute manière, leur payer des retraites qui représenteront une part forcément plus importante de l'ensemble des revenus ? Et pourquoi ce constat serait-il modifié selon que ces retraites sont payées à partir de cotisations ou de produits financiers ? On retrouve intuitivement l'idée d'une équivalence fondamentale entre les deux systèmes.

De l'équivalence

Ce principe d'équivalence a été établi³ par le prix Nobel Paul Samuelson dès 1958, dans le cadre d'une comparaison entre deux systèmes purs arrivés à maturité, l'un en répartition, l'autre en capitalisation. Le théorème d'équivalence consiste à établir que le taux de cotisation en répartition est équivalent au taux de dépôt en capitalisation, et ceci à deux conditions. La première est que la population soit stable, autrement dit que sa structure par âges reste inchangée ; la seconde condition porte sur l'égalité entre le taux de croissance de l'économie et le taux d'intérêt réel, hypothèse classique dans les schémas théoriques de long terme, souvent appelée « règle d'or ».

On peut se dispenser ici d'une démonstration détaillée, mais cela vaut la peine d'insister sur le point commun qu'elle établit entre les deux systèmes. Si l'on considère une année donnée, les retraites par répartition sont payées à partir des cotisations versées la même année par les salariés actifs, et ce transfert est l'essence même de la répartition. L'important est de comprendre qu'il en va de même en capitalisation. Comment fonctionne en effet un fonds de

¹ *An appeal to the Public on the subject of the National debt*, cité par Marx dans *Le Capital*, Livre 3, chapitre 24.

² On distingue deux grands types de système de retraites. Dans la répartition, la cotisation prélevée sur les salaires des actifs sert à payer les pensions des retraités. En capitalisation, la pension est une rente qui provient de l'épargne accumulée par chacun durant sa vie de travail.

³ Paul A. Samuelson, « An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money », *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, 1958.

pension ? Ses ressources sont constituées de deux éléments : d'une part, les versements réguliers effectués par les actifs qui épargnent pour leur retraite et, d'autre part, les intérêts ou dividendes des titres qui constituent le fonds proprement dit. Ces ressources doivent d'abord couvrir les frais de gestion du fonds (qui incorporent en général un profit confortable) mais elles sont pour l'essentiel consacrées à deux usages, dont l'importance relative dépend du degré de maturité du régime. Dans une première phase, le fonds recapitalise les revenus financiers reçus et achète donc de nouveaux actifs financiers. Mais, à mesure que le fonds arrive à maturité, il faut bien payer des retraites. Cette liquidation peut se faire par versement d'un capital lors du passage à la retraite, ou par le versement d'une rente, selon un calcul actuariel compliqué qui anticipe l'espérance de vie des retraités. Mis à part la mise en oeuvre de produits financiers, un tel fonds ne fonctionne pas de manière tellement différente d'un régime par répartition, puisque, chaque année, les nouveaux dépôts des actifs paient les rentes des retraités. En régime de croisière, on peut arriver à une situation d'équilibre où les dépôts sont équivalents aux sorties en capital, et on arrive alors à une stricte équivalence.

Il est nécessaire de rappeler tout cela pour dissiper une assimilation erronée entre la répartition qui privilégierait la consommation, et la capitalisation qui favoriserait l'épargne. C'est faux en régime permanent, car les retraités par capitalisation consomment leurs pensions de la même façon qu'en répartition : leur capital doit être revendu à cet effet. On peut reprendre ici la mise au point utile de Jean Cassandre⁴ : « *cette phase de revente est souvent passée sous silence par les chantres de la capitalisation et certains en viennent à croire que ce sont seulement les intérêts des placements qui serviront à financer les prestations. En réalité, les intérêts perçus au cours des années de contribution doivent nécessairement être capitalisés et la revente de l'ensemble des titres ainsi acquis est indispensable pour servir, au moment de la liquidation des droits, le capital ou la rente périodique.* » Dans les deux cas, la part du revenu national qui revient aux salariés (actifs et anciens actifs) se décompose en deux parties : des salaires nets versés aux salariés en activité et des pensions versées aux retraités. Sauf mention contraire, les termes de masse salariale et de part salariale feront référence à cet agrégat (salaires + retraites).

Cette équivalence se retrouve encore sous un autre aspect, à savoir la « contemporanéité » des biens et services consommés par les retraités. En répartition, cette logique est transparente : chaque année, les pensions versées aux retraités sont payées par une cotisation prélevée sur les actifs. Il y a une solidarité inter-générationnelle, gagée sur la pérennité du système et la garantie qu'il offre aux salariés d'aujourd'hui. Les sommes ainsi distribuées sont utilisées pour acheter une partie des richesses produites cette année-là (une autre partie étant éventuellement épargnée). Les repas et les sorties que s'offrent aujourd'hui d'actifs retraités n'ont pas été stockés il y a vingt ans, ils correspondent à des biens et services actuels. Pour reprendre la formule éclairante de Jean Cassandre, « *il n'existe pas de frigo économique* » et par conséquent, comme le souligne Jean-Marie Harribey, « *on ne finance jamais sa propre retraite. Un capital placé aujourd'hui ne grossira demain que si un actif travaille demain.* »⁵ Il ne peut en effet en aller autrement en capitalisation, même si les pensions apparaissent comme le revenu d'une épargne accumulée tout au long de la vie active. Le revenu des retraités à un moment donné s'échange toujours contre des produits du travail de cette même époque. Globalement, la situation est la même, en ce sens que les revenus des retraités sont « financés » par un transfert de revenus qui transite cette fois par les fonds de pension.

Puisque la capitalisation ne peut transférer des biens et services intertemporellement, elle ne dispose pas d'une supériorité qui résiderait dans cette capacité de payer aujourd'hui pour ce qu'on voudra consommer dans vingt ans. On a pourtant l'impression que c'est ce qui se passe dans un régime par capitalisation, avec la notion même d'épargne-retraite : en préparant dès

⁴ Jean Cassandre, « Retraites : le mirage de la capitalisation », *Droit social* n°6, juin 1991

⁵ Jean-Marie Harribey « Répartition ou capitalisation, on ne finance jamais sa propre retraite », *Le Monde* du 3 novembre 1998.

aujourd'hui sa retraite, on adopterait un comportement raisonnable consistant à ne pas s'en remettre aux aléas du lendemain. Ce comportement de fourmi prévoyante permettrait d'éviter les déconvenues auxquelles s'exposeraient les cigales insouciantes. Il y a là d'ailleurs un argument politique qui souligne l'insouciance frivole des partisans de la répartition. En réalité, on ne peut transférer dans le temps qu'un pouvoir d'achat nominal dont la contrepartie en biens et services n'est pas garantie à l'arrivée. C'est le risque fondamental attaché au régime par capitalisation.

Tout cela a été fort bien expliqué dans ses commentaires annexés au rapport Davanne par le commissaire au Plan, Jean-Michel Charpin, à qui Lionel Jospin a entre-temps commandé un autre rapport sur les retraites : « *C'est dans l'économie réelle que se situe la véritable difficulté (...) la finance ne sait pas transférer dans le temps des créances réelles* ». Si, dans vingt ans, les revenus globaux (et parmi eux les retraites capitalisées) devaient être supérieurs à la production, il y aurait à ce moment augmentation de l'inflation, car « *le niveau général des prix est endogène* ». Autrement dit, « *pour chacun des dispositifs envisagés, il faut expliciter comment il engendrera une quantité supplémentaire de biens et services* ». Voilà un excellent principe.

Du rendement supérieur de la capitalisation

Les avocats de la capitalisation font valoir que la principale condition d'équivalence n'est pas respectée, puisque le taux de rendement financier a été durablement supérieur au taux de croissance de l'économie. Il est alors possible de développer l'argumentaire suivant : « *Parce que l'épargne-retraite correspond généralement à un placement de longue durée, le différentiel de rendement entre systèmes joue avec un extraordinaire effet de levier sur l'épargne nécessaire pour préparer sa retraite : un franc immobilisé pendant trente ans devient 1,8 franc ou 4,3 francs selon qu'il est placé à 2 % (rendement du régime par répartition) ou 5 % (ordre de grandeur raisonnable pour le rendement sur longue période d'un portefeuille diversifié). Ainsi, à l'évidence, pour atteindre un même niveau de prestations, un système fondé sur l'épargne est beaucoup moins coûteux (le taux de prélèvement peut être multiplié par plus de trois quand le rendement réel chute de 6 % à seulement 2 %).* »⁶

Une argumentation semblable se trouve sous la plume de Martin Feldstein, Président du NBER (Bureau National de la Recherche Economique) qui représente une référence incontournable dans ce débat. Dans un article récent⁷, il explique qu'un « *fonds d'épargne dont le taux de rendement réel est de 9 % peut procurer la même retraite pour une fraction de son coût dans un système par répartition.* » Plus précisément encore, la cotisation de 12,4 % du système américain de « sécurité sociale » pourrait « *être remplacée par un dépôt d'épargne obligatoire équivalent à 1,5 % des revenus* ». Cela revient aussi à dire que si les salariés plaçaient en épargne-retraite des sommes équivalant à leurs contributions actuelles, ils obtiendraient une retraite six fois plus élevée ! Dans ces deux conditions, il est possible de récuser l'argument sur la transition entre les deux systèmes, selon lequel il faudrait que les actifs paient pour les retraités d'aujourd'hui en même temps qu'ils devraient épargner pour leur propre retraite. Avec les chiffres qu'il donne, on n'aurait pas à payer deux fois mais seulement à rajouter 2 %. On en vient à se demander si ces calculs ne sont pas truqués, mais ils sont corrects, à partir du moment où l'on raisonne sur un taux de rendement des actifs de 9 %, qui est très élevé mais correspond à la réalité observable. Avec 3,2 % de rendement, les deux systèmes sont comparables, ce qui correspond d'ailleurs grosso modo au taux de croissance de l'économie américaine, de telle sorte que l'on retrouve le principe d'équivalence.

Cet argument, supposé fonder la supériorité de la capitalisation, y réussit peut-être trop bien, en montrant, comme le fait aussi Davanne, que la capitalisation pourrait être trois fois moins coûteuse que la répartition. A trop vouloir prouver... On ressent effectivement une certaine gêne

⁶ Olivier Davanne, *Retraites et épargne*, rapport pour le Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, 1998.

⁷ « The Case for Privatization », *Foreign Affairs*, Juillet-Août 1997.

devant la facilité miraculeuse de la situation. Il suffit de placer son argent dans un fonds de pension pour avoir trois fois plus de retraite qu'en répartition ! Cette multiplication des petits pains doit être examinée en détail. On pourrait ici invoquer la théorie de la valeur qui permettrait d'aller au fond et de montrer pourquoi ce nominalisme actuariel se heurte à des obstacles insoupçonnés de celui qui manie sa calculette financière. Mais il suffit de se poser ingénument la question suivante : si le produit national croît à 2 % l'an, est-il possible que la somme des revenus caracole à 5 % l'an ? Evidemment non : si certains revenus croissent plus vite que le produit, cela revient à dire qu'ils augmentent leur part dans le revenu total, et cela ne peut se faire que par une baisse compensatoire d'une autre forme de revenu (voir encadré 1). La généralisation à l'ensemble de l'économie de calculs actuariels individuels conduit à des configurations qui ne sont pas soutenables, tout simplement parce qu'il est impossible que tous les revenus augmentent de 5 à 6 % quand le PIB progresse de 2 à 3 %. Tout différentiel entre taux de rendement financier et taux de croissance de l'économie est par conséquent l'indice d'une déformation dans la répartition des revenus.

Encadré 1

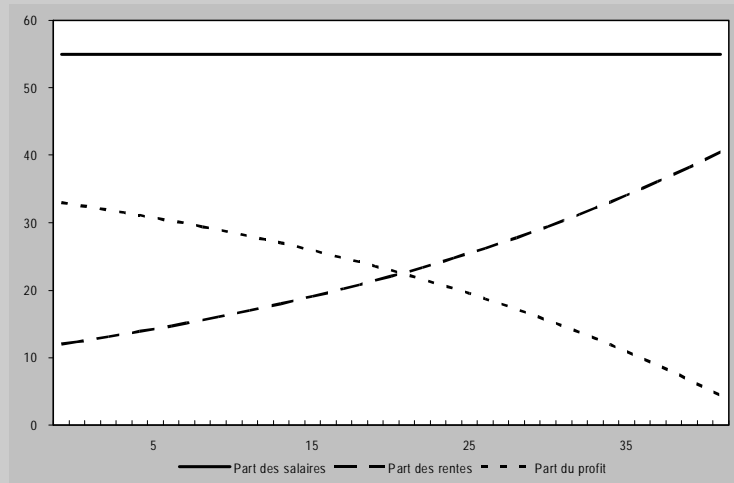
Répartition du revenu : une simulation

On partira d'une configuration qui pourrait être celle de la France des années quatre-vingt. On a dix ans de croissance du PIB à 2 % et un partage salaires-profit qui passe de 70/30 à 60/40. Le PIB de l'année initial est de 100, les salaires de 70 et les profits de 30. Dix ans plus tard, le PIB est à 122, les salaires à 73 et les profits à 49. Quel est le taux de croissance de chacun des revenus ? Le PIB a augmenté par hypothèse de 2 %, les salaires ont stagné, ne progressant que de 0,4 % par an, et les profits ont progressé bien plus rapidement, à 5 % par an. On vérifie que la contrepartie d'une croissance des profits supérieure à celle du PIB se trouve du côté du blocage des salaires.

On réalise ensuite une projection à l'horizon 2040, en reprenant les paramètres du rapport Davanne. Au départ, la part salariale (salaires + retraites) est de 67 % du PIB, celle des profits de 33 %. A l'intérieur de la masse salariale, les retraites représentent 12 % du PIB. Admettons maintenant que ces dernières se placent en capitalisation et atteignent les fameux 5 % de progression qui leur sont promis. On suppose que le PIB croît de 2 %. Question : comment évoluent les deux autres formes de revenu, à savoir les salaires nets et le profit d'entreprise ? On examinera ici deux cas polaires.

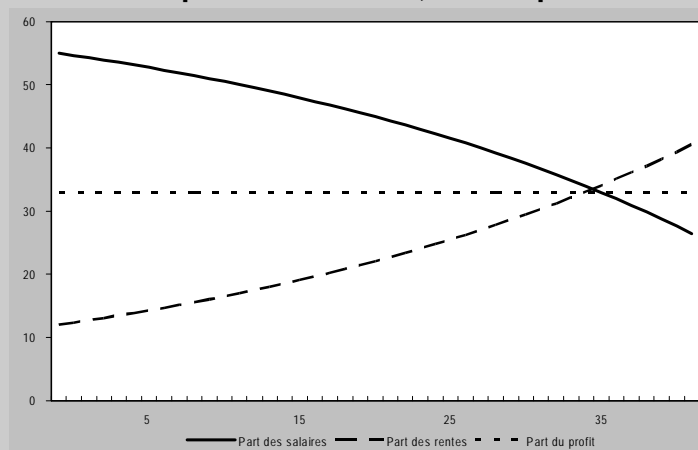
Le premier schéma est celui du « capitalisme grisonnant » (*grey capitalism*) où les retraités s'approprient peu à peu les profits (voir graphique 1). Si on suppose en effet que les salaires nets augmentent à un rythme de 2 %, comme le PIB, et que les retraites obtiennent les 5 %, alors les profits doivent croître moins vite, et leur part doit diminuer. C'est effectivement ce qui se passe si on simule notre « modèle » : en 2040, la part des salaires nets demeure à 55 %, celle des retraites est passée à 40,5 %, ne laissant plus que 4,5 % du PIB au profit dont le rendement constaté est devenu négatif (-2,8 %). En poussant à l'absurde l'argumentation d'Olivier Davanne, on voit donc apparaître cette légère difficulté : si l'on suppose que les retraites, qui représentent aujourd'hui près de 12 % du PIB, réussissent à capter un rendement de 5 %, alors leur part dans le revenu national sera de 40,5 % en 2040. On pourrait rétorquer que l'on a pris un cas-limite qui gonfle artificiellement les choses. Mais qui donc a commencé à comparer ce que rapporte un franc placé soit à 2 %, soit à 5 % ? Ce que ces calculs sommaires montrent c'est que l'on ne peut pas aisément transposer un calcul mené sur un franc à un agrégat, les retraites, qui représente 1000 milliards de francs.

Graphique 1
Part des salaires constante, profit par solde



Continuons la parabole et supposons cette fois que c'est la part des profits qui est constante (graphique 2). Les profits augmentent au même rythme que le PIB, soit de 2 % par an, et les retraites à 5 %. Quid du salaire ? Il est clair que la part des salaires doit baisser. C'est effectivement ce qui se produit, puisqu'elle passe de 55 % à 26,5 %. Les salaires nets n'ont donc augmenté que de 0,25 % par an ! On dira, encore une fois, que c'est pousser le bouchon un peu loin. Oui et non. Depuis le Livre Blanc de Jacques Delors, la Commission européenne recommande une progression salariale inférieure d'un point à celle de la productivité. Prolongé sur 40 ans, cela veut dire que la part des salaires passerait de 60 % à 40 %. C'est un peu moins sévère que l'exemple numérique présenté, mais tout aussi absurde.

Graphique 2
Part des profits constante, salaire par solde



L'exercice consistant à réaliser des projections à quarante ans est donc redoutable. Peu de recommandations qui apparaissent raisonnables à court terme résistent à ce test de la « soutenabilité ». En d'autres termes, aucune fraction du revenu national ne peut durablement croître beaucoup plus vite que les autres revenus.

Capitalisation et démographie

Indépendamment même du fait de savoir si le maintien de rendements financiers élevés est souhaitable, on voit bien ce que le plaidoyer peut avoir d'illusoire. Si les salariés décidaient d'indexer une partie de leurs revenus sur le profit, la situation se dénouerait autrement, et on

retrouverait alors indirectement la règle selon laquelle les revenus ne peuvent pas croître plus vite que les biens et services qui en sont la contrepartie. Quelles sont en pratique les forces de rappel qui empêcheraient d'assister à de telles dérives ? La première passe par les taux de rendement des fonds de capitalisation dont la supériorité ne peut que s'auto-détruire. C'est ce que souligne très clairement le député socialiste Jérôme Cahuzac, qui ne s'aperçoit d'ailleurs pas que son argument vaut aussi pour le nouveau produit d'épargne-retraite qu'il propose : « *Le passage massif à la capitalisation ferait disparaître l'attrait même de la capitalisation, à savoir le rendement réel élevé des actions représentatives (sic) du capital productif* »⁸. L'OCDE explicite le mécanisme : « *A mesure que les membres des générations du baby boom partiront à la retraite dans 10 à 20 ans, ils auront probablement un comportement de vendeurs nets au moins pour une partie des titres accumulés durant leur vie de travail. La génération suivante est de moindre taille, et il existe donc une possibilité de baisse du prix des titres. De plus, et en raison également de la taille réduite de cette génération, le stock de capital augmentera plus vite que la force de travail, et ceci tendra également à faire baisser les rendements sur les actifs réels ; il existe donc une possibilité qu'au moment de la retraite, la génération du baby boom découvre que le revenu tiré des fonds de pension est inférieur à ce qui avait été prévu par simple extrapolation des tendances actuelles* »⁹.

C'est la leçon de l'exemple américain que Patrick Artus, directeur des études à la Caisse des Dépôts et Consignations, résume d'une formule frappante : « *Une génération nombreuse risque fort de payer cher (ou même trop cher) des actions qu'elle revendra moins cher au moment de prendre sa retraite. Autrement dit, le rendement de la retraite par capitalisation est faible pour une génération nombreuse, alors qu'il est élevé pour une génération peu nombreuse* »¹⁰. Il y a donc là un énorme paradoxe : contrairement à l'argumentaire officiel selon lequel les tensions démographiques militent en faveur de la capitalisation, ce dernier système apparaît particulièrement sensible aux inflexions démographiques prévisibles qu'un régime à répartition.

La seconde force de rappel est l'inflation. Si, pour une année donnée, le pouvoir d'achat distribué par les fonds de pension ne trouve pas d'équivalent sous forme de biens et services disponibles cette année-là, alors l'ajustement de l'offre à une demande artificiellement gonflée se fera par le truchement de l'inflation. C'est cette fois l'inflation qui servirait à dévaloriser des gains en capital excessifs et c'est là que la formule elliptique du commissaire au Plan prend tout son sens : « *le niveau général des prix est endogène* ». Encore une fois, seule la croissance de l'économie peut créer les biens et services qu'achèteront les retraités : l'idée que l'on peut obtenir le même résultat grâce à des placements bien rémunérés est une illusion d'optique. Ces rendements élevés sont par nature réservés à une minorité privilégiée, et l'étendue des revenus qu'ils procurent est bornée par la valeur créée dans la sphère réelle.

Ceci conduit d'ailleurs à poser une question simple : où sont les projections établissant la supériorité de la capitalisation en 2040 ? La réalité est qu'il n'y en a pas, et que l'on ne dispose que de projections présentées de manière alarmiste, sans qu'on puisse les comparer à un scénario macro-économique alternatif. La raison de cet état de fait est qu'un tel exercice est impossible, parce qu'il soulignerait le simplisme excessif des hypothèses et la considérable marge d'incertitude qu'il implique. Quelques calculs de coin de table ne peuvent donc remplacer une démonstration rigoureuse. La faisabilité du passage à la capitalisation n'est d'ailleurs pas assurée, comme on le montrera après avoir examiné d'autres arguments en faveur des fonds de pension.

⁸ Jérôme Cahuzac, Note à l'attention d'Augustin Bonrepaux et de Didier Migaud, Assemblée nationale, juillet 1998.

⁹ OCDE, *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*, 1998.

¹⁰ « Le lien entre démographie et cours boursiers : attention à vos retraites investies en actions », *Flash CDC* n°98-45, 9 avril 1998.

Développer l'épargne ?

Les tenants de la capitalisation ont une autre corde à leur arc : par rapport à la répartition, ce régime augmente l'épargne, et permettrait donc, grâce à un investissement plus dynamique, d'obtenir une croissance supérieure. Il n'y aurait donc pas d'équivalence, ni d'indépendance entre croissance et épargne. C'est l'argument classique de Feldstein qui a ouvert ce débat il y a une vingtaine d'années en cherchant à démontrer que les pays à retraites par capitalisation avaient un taux d'épargne supérieur. Ce point a été très contesté et n'a en fait rien d'évident d'un point de vue empirique, parce qu'ils se heurte tout d'abord à deux mécanismes symétriques en haut et en bas de l'échelle des revenus.

L'introduction de la capitalisation devrait en principe permettre une augmentation du salaire net (instantanée ou en évolution) qui serait consacrée par le salarié à un surcroît d'épargne destiné à financer sa propre retraite. Cela ne répond pas à la question de savoir qui paie les retraites en cours. Mais surtout, les détenteurs de bas salaires ne vont pas forcément épargner plus mais chercher à consommer plus, en se soustrayant éventuellement à l'obligation de dépôt d'épargne. C'est le premier élément de perte en ligne que l'on a pu observer en Amérique latine. Par ailleurs, les nouveaux produits d'épargne doivent être assortis d'avantages fiscaux les rendant attractifs, et les hauts salaires dont les motifs d'épargne ne sont évidemment pas distincts de leurs projets de retraite, peuvent fort bien adopter un comportement de portefeuille tendant à se débarrasser de produits d'épargne moins attractifs. Cette substitution rationnelle conduit alors à une modification de la structure de l'épargne, mais pas à son augmentation.

L'interrogation qui vient ensuite est de savoir si un supplément d'épargne est vraiment ce qui manque aujourd'hui pour avoir plus d'investissement et de croissance. On pourrait au contraire renverser tout le raisonnement en remarquant que ce qui fonde la supériorité supposée de la capitalisation est aussi ce qui explique en partie la faiblesse actuelle de la croissance et de l'investissement. L'avantage de la capitalisation résulte d'un taux de rendement financier plus élevé que le taux de croissance du PIB. Mais cet écart est aussi l'un des facteurs qui engendre une faible croissance et donc la montée du chômage. C'est également une telle configuration qui entretient la montée de la dette publique. En effet, dans une situation d'équilibre primaire du budget (c'est-à-dire avant intérêts de la dette publique), la dette publique nette augmente au même rythme que le taux d'intérêt réel. Supposons par exemple un taux d'intérêt réel de 5 % et un taux de croissance du PIB de 2 %. Si cette situation s'installe, on arrive au bout de 45 ans, à une dette publique nette équivalant à 225 % du PIB, soit très loin du critère de Maastricht qui impose à ce ratio de ne pas dépasser 60 %. Dans un tel cas de figure, les intérêts de la dette publique représenteraient 11 % du PIB contre 2,5 % aujourd'hui.

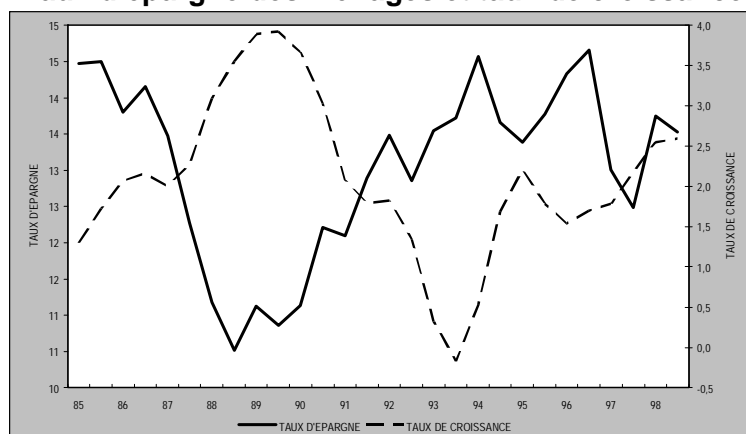
Le cas de figure favorable à la capitalisation conduit donc à une situation qui n'est pas soutenable. Pour éviter ce dérapage, il faudrait dégager un excédent budgétaire primaire permettant de compenser les paiements d'intérêts, afin que ceux-ci ne puissent pas faire « boule de neige ». Mais cela suppose une austérité budgétaire considérable conduisant à baisser les dépenses publiques d'un montant équivalant à 2,5 % du PIB, ce que l'on ne pourrait faire sans dommage pour la croissance.

Le moyen le plus simple d'enrayer la montée de la dette publique, c'est encore de ramener le taux d'intérêt réel au niveau du taux de croissance, de manière à supprimer la tendance à son auto-développement. Ce qui est dit ici peut être étendu au comportement des entreprises, confrontées à une augmentation tendancielle des frais financiers, chaque fois que le taux d'intérêt dépasse le taux de croissance. On vérifie donc que les avantages supposés dont bénéficieraient les retraités capitalisés en cas de rendement financier élevé seraient lourdement payés par l'enlisement dans une croissance lente. Moins de biens et services seraient produits et il s'agirait encore une fois d'un marché de dupes, dans la mesure où cet écart croissant entre

rentabilité financière et croissance serait, comme cela a toujours été le cas dans l'histoire, épongé au bout du compte par une crise provoquant l'effondrement du prix des actifs financiers, ou l'inflation des prix des biens et services, ou un mélange des deux. Plutôt que d'étendre le champ de la finance en introduisant la capitalisation, il vaudrait donc mieux ramener le taux de rendement à hauteur des taux de croissance, ce qui revient à supprimer l'avantage relatif de la capitalisation.

On peut enfin se demander tout simplement s'il est vraiment souhaitable d'augmenter le taux d'épargne, dans la mesure où la faible croissance actuelle découle principalement d'une insuffisance de la demande et non d'un défaut d'épargne. On se rappelle les injonctions d'Edouard Balladur, pressant les Français de consommer plus (malgré leurs salaires bloqués) et cela correspond au fait qu'une remontée du taux d'épargne conduit à un ralentissement de la consommation et par suite de la production. Le graphique 3 montre à l'évidence que le taux de croissance évolue en raison inverse du taux d'épargne. Ce dernier a nettement reculé dans la seconde moitié des années quatre-vingt et cette baisse a coïncidé avec la reprise. Ensuite, sa remontée régulière jusqu'en 1996 s'accompagne d'un ralentissement général de la croissance. Enfin, la reprise récente (1997 et 1998) fait suite à une baisse marquée du taux d'épargne. Cette corrélation jette donc un doute important sur la pertinence de politiques visant à développer l'épargne.

Graphique 3
Taux d'épargne des ménages et taux de croissance



Du côté des entreprises, il n'est pas possible de faire valoir un problème de financement de l'investissement. En effet, l'autofinancement des sociétés avoisine aujourd'hui les 120 %, ce qui veut dire qu'elles pourraient augmenter de 20 % leur investissement à partir de leurs ressources internes. Par ailleurs, l'économie française réalise depuis plusieurs années des excédents considérables qui avoisinent les 200 milliards de francs. Mais cela veut dire aussi que la France, (et il en va de même pour l'Union européenne) finance le reste du monde, et donc principalement le grand emprunteur que sont les Etats-Unis. Rien ne permet par conséquent de conclure à un déficit structurel d'épargne¹¹ : ce dont manquent surtout les entreprises, c'est de commandes.

A la française ?

Si on ne peut parler de difficultés de financement, il est exact que le capitalisme français présente des fragilités en ce qui concerne sa structure de capitalisation : une partie importante de cette capitalisation, évaluée à 40-45 % est détenue par des investisseurs institutionnels non

¹¹ C'est la position qui ressort des travaux de l'OCDE. Voir *Vers une pénurie mondiale de capitaux ? Menace réelle ou pure fiction ?*, OCDE-poche, 1996.

résidents, parmi lesquels se trouvent les fameux fonds de pension anglo-saxons. Les entreprises françaises sont donc présentées comme particulièrement fragiles à l'égard d'OPA hostiles. L'institution de fonds de pension français permettraient alors de garantir la « nationalité » de ces entreprises.

Une telle argumentation est assez surprenante, lorsqu'elle émane de groupes de pression plutôt favorables à la privatisation et à la mondialisation, et qui font preuve là d'une singulière inconséquence. Pourquoi redouter en effet les vertus des lois du marché auxquelles on a décidé de s'exposer pleinement ? Dans une économie mondialisée, cela a-t-il un sens de vouloir conserver une source de financement nationale ? S'il s'agit d'une priorité essentielle, qui serait par exemple la condition de mise en oeuvre d'une politique industrielle, alors pourquoi ne pas le dire et, surtout, pourquoi ne pas y avoir pensé avant de privatiser ? Vouloir rattraper la chose en instituant des fonds de pension qui auraient l'obligation de détenir des actions françaises, c'est se heurter de front aux règles libérales de l'Europe de Maastricht. La réalité est bien différente, et pour commencer on serait bien en peine de citer une seule absorption hostile d'une entreprise significative. Les grands groupes français sont engagés dans des processus de fusion où ils ne semblent pas handicapés par leur insuffisante capitalisation. Un argument voisin a beaucoup servi à justifier la privatisation de groupes publics comme France Télécom ou Air France. Le fardeau que représentait en théorie leur statut d'entreprises publiques ne les a pourtant pas empêchées d'acheter des sociétés de téléphone au Brésil ou en Argentine, ou même des fragments de réseaux ferroviaires au Royaume-Uni dans le cas de la SNCF.

En tout état de cause, l'instauration de fonds de pension ne changerait rien à cette situation, dans la mesure où ils n'auraient aucune logique ni obligation à se placer français. Une fois que l'on s'inscrit dans la logique financière, il n'est pas possible d'y échapper, et ceci vaut également pour l'illusion selon laquelle les fonds de pension pourraient introduire d'autres critères et favoriser des projets « éthiquement corrects. » De manière générale, on ne peut attribuer à d'éventuels fonds de pension la prise en charge de fonctions qui relèvent d'autres instruments. Si l'on veut aider certaines formes de projet pour des raisons de développement local ou d'intérêt social, alors il suffirait de réactiver des réseaux de collecte déjà existant, comme celui des Caisses d'Épargne dont cela devrait effectivement être un principe de fonctionnement. Si certaines entreprises ont besoin de financement, alors il faut renforcer des organes susceptibles d'offrir un crédit sélectif, leur consentir des prêts bonifiés, mais ne pas invoquer de manière hypocrite la nécessité de fonds de pension qui, de toute manière, choisiront logiquement les grandes entreprises solides et rentables.

En voulant faire jouer aux fonds de pension des rôles multiples, on en arrive à des argumentations qui se neutralisent mutuellement, comme c'est le cas de deux députés socialistes, Jérôme Cahuzac et Jean-Claude Boulard. Ce dernier explique dans une tribune du *Monde*¹² qu'il s'était jusque là opposé aux fonds de pension parce que ceux-ci ne seraient accessibles qu'aux personnes pouvant épargner, et donc facteur d'inégalité. Mais il a depuis découvert leur véritable avantage : « *les régimes de répartition s'appuient exclusivement sur la croissance intérieure. Seuls les fonds de pension permettent de prélever sur la croissance externe* ». Bref, à travers la capitalisation, il y aurait une sorte de répartition mondialisée possible entre les pays du Nord (vieux) et ceux du Sud (jeunes). Jérôme Cahuzac, auteur d'un pré-projet de loi sur un fonds d'épargne salariale montre que l'épargne supplémentaire « *devrait donc s'investir hors d'Europe et la récente crise asiatique démontre dans les faits les risques de tels investissements. Risques qu'il est impossible de courir dès lors qu'il s'agit des revenus des générations ne pouvant plus travailler.* » Il faudrait accorder ses violons, si l'on veut s'épargner le ridicule de demander aux fonds de pension de remplir des tâches incompatibles : défendre les entreprises françaises contre les OPA, exploiter les pays émergents, tout en assurant la nécessaire solidarité intergénérationnelle.

¹² Jean-Claude Boulard, « *Réflexion faite, oui aux fonds de pension* », *Le Monde*, 13 novembre 1998.

Le paradoxe de la transition entre régimes

Admettons pour un instant que cette piètre argumentation emporte la conviction. Comment fait-on alors pour passer de la répartition à la capitalisation ? C'est la question de la transition qui s'est posée concrètement dans plusieurs pays d'Amérique latine qui, à l'instar du Chili, ont organisé un basculement intégral. La difficulté est la suivante : les « cotisations » du nouveau régime par capitalisation sont placées sur les marchés financiers et ne peuvent donc servir à payer les retraites correspondant à l'ancien système. Les actifs devraient donc cotiser deux fois : une fois pour payer les retraites des inactifs qui bénéficient de la répartition, et une seconde fois pour leurs propres retraites par capitalisation. Plusieurs systèmes ont été utilisés pour résoudre cette difficulté. L'Argentine a adopté un système qui revient à « dévaluer » les retraites par répartition en ne couvrant qu'à hauteur de 52,5 % les droits acquis. Au Chili, l'Etat a émis des bons de validation des cotisations et versé des subventions aux régimes concernés, ce qui représente un financement considérable évalué à 126 % du PIB. C'est pourquoi, la part des dépenses de retraite dans le budget social est passé de 26,9 % à 52,2 % au détriment des autres postes comme la santé et l'éducation. Au fond, c'est l'Etat – garant en dernier ressort du système – qui organise, via les fonds de pension, le développement du marché financier. Du coup, l'augmentation supposée du taux d'épargne est sujette à caution. Dans ses prévisions de décembre 1995, la banque d'affaires Merrill Lynch rappelait ainsi que les « *fonds privés de pension ne s'ajoutent à l'épargne nationale que dans la mesure où il ne s'agit pas d'un déplacement de l'épargne* ». Dans le cas chilien, « *les nouveaux fonds ont remplacé une épargne qui existait déjà.* »¹³ et, surtout, la transition s'analyse comme un accroissement considérable de la dette publique.

Mais, bien sûr, diront les avocats de la capitalisation, c'est qu'on a mal compris : personne n'a jamais parlé d'un basculement total vers la capitalisation, il s'agit d'en introduire « une dose ». Cette dénégation ne constitue pas pour autant une réponse satisfaisante. Si les menaces qui pèsent sur nos retraites atteignent la gravité qu'on nous décrit, alors il y a une contradiction à ne proposer qu'une « dose complémentaire » qui ne saurait, donc, être à la hauteur du défi. On a vu que les défenseurs émerveillés du calcul actuariel (notamment Feldstein) vont jusqu'à soutenir que la capitalisation jouit d'un rendement tellement supérieur à celui de la répartition qu'elle peut se permettre de payer deux fois. Mais, encore une fois, si sa supériorité est à ce point miraculeuse, pourquoi s'en priver en n'introduisant pas une capitalisation intégrale ? Et si la transition est effectivement un problème, une transition partielle représente néanmoins un problème partiel quant à son impact sur l'épargne globale. Il existe décidément une véritable contradiction sur la « dose » de capitalisation : si le problème est aussi massif que ce que l'on dit, s'il porte sur des milliards de francs et détermine le financement des entreprises, alors l'homéopathie n'est pas une réponse adéquate.

Le meilleur exemple de cette difficulté est le sort du fonds de réserve actuel. Il est le produit d'une sous-estimation du recul de l'inflation, et a dégagé un léger excédent, de 2 milliards de francs au sein du régime général. Autrement dit, les cotisations ont été fixées un peu plus haut que cela aurait été nécessaire. On voit donc bien que toute constitution de fonds se traduit dans un premier temps par une augmentation des taux de cotisation. Et si l'on veut que les réserves dégagées soient significatives (à la hauteur de la menace) alors il faut augmenter significativement les cotisations au-delà même de ce qui correspondrait à une pure logique de répartition.

Le rapport Davanne est particulièrement représentatif de la tendance à une « capitalisation honteuse ». Tout son rapport est un hymne à la capitalisation, mais la montagne accouche d'une souris, avec l'idée d'une « répartition provisionnée » assez représentative des nombreuses formules d'hybridation qui fleurissent. Elle présente en tout cas l'avantage de montrer toute l'absurdité de ce genre de montages. Alors que le problème réside en principe dans une hausse

¹³ M. Husson, « Les fonds de pension en Amérique latine », *Chronique internationale* de l'IRES n°48, septembre 1997.

insupportable du taux de cotisation, la grande idée consiste à l'augmenter dès aujourd'hui pour ne pas avoir à le faire dans 20 ans. On propose donc d'accroître immédiatement ce qui est présenté comme intolérable dans plusieurs années et pas qu'un peu, puisque cette mesure « *suppose que les travailleurs acceptent de perdre dans chacune des 7 années à venir 1,3 % de pouvoir d'achat. Elle suppose qu'il soit possible de doubler le stock de capital productif de l'économie sans faire baisser le taux de rendement* »¹⁴. Cette curieuse logique n'aura d'autre effet que de brider la consommation d'aujourd'hui au nom de la production d'après-demain et de contribuer à une récession dont ne sortira évidemment aucune garantie de ressources pour les retraités de la prochaine génération. La proposition consistant à alimenter ces fonds à partir des privatisations est une piètre justification pour ces dernières. Ces fonds devraient alors être placés à leur tour, et pourquoi pas dans les actions des entreprises privatisées ? Il s'agirait alors d'une épargne forcée qui aurait peu de choses à voir avec le système des retraites.

Encadré 2

Il y a fonds de pension et fonds de pension

Il existe d'infinies variations dans les fonds de pension. L'une des principales distinctions porte sur leur caractère obligatoire ou facultatif qui n'est d'ailleurs pas absolue. Ainsi, dans le projet Cahuzac, le fonds de pension devient obligatoire à partir du moment où il a fait l'objet d'un accord d'entreprise. On voit immédiatement les questions de représentativité syndicale qu'un tel projet soulève, et les inégalités considérables qu'il va engendrer entre entreprises, secteurs, etc. Les régimes par capitalisation peuvent être définis au niveau d'une branche ou d'une entreprise. Mais, dès lors qu'ils ne sont pas universels, ils posent d'épineux problèmes de garantie en cas de faillite et de portabilité en cas de changement d'employeur.

On distingue également les régimes selon qu'ils sont à prestations définies ou à cotisations définies. Dans le premier cas, un certain niveau de retraites est garanti aux salariés, dans le second, le risque est reporté sur le niveau de la retraite. Celle-ci peut en outre être versée sous forme d'un capital en une seule fois ou sous forme de rente versée jusqu'au décès du bénéficiaire. Les deux formules n'ont pas le même coût et font l'objet de délicats calculs actuariels.

Une solution de repli est préconisée par certains, tels François Morin¹⁵, qui présentent sous un jour favorable « *des formules d'épargne retraite qui seraient alimentées par des cotisations des salariés et dont l'investissement serait conçu sous forme d'actions sur longue période, par exemple de quinze à vingt ans. Ce serait donc très différent du système anglo-saxon. Ces fonds de retraite à la française pourraient s'orienter sur des cotisations à prestations définies garanties pour les salariés.* » Nous ne partageons pas cet optimisme qui ignore les incertitudes de tels dispositifs et nous partageons les réserves de l'OFCE¹⁶, pour qui de tels systèmes dits à prestations définies « *peuvent sembler favorables à court terme (quand les entreprises n'ont pas encore de prestations à servir), mais sont aléatoires à long terme : les entreprises peuvent faire faillite ; les fonds peuvent être détournés ; le ratio retraités/salariés est bas en période de forte croissance de l'entreprise (où celle-ci peut prendre des engagements inconsidérés) et s'alourdit en période de stagnation ; certains retraités seront gagnants, ayant eu la chance d'appartenir à des secteurs porteurs ; d'autres perdants, s'ils travaillaient dans des secteurs en déclin. Les fonds de pension ne sont assimilables à des fonds propres (et ne peuvent favoriser l'investissement) que si les retraités passent avant les autres créanciers de l'entreprise en cas de difficultés économiques et si leurs pensions dépendent des résultats des entreprises. Si les retraités sont des créanciers privilégiés et si leurs retraites sont indexées sur les salaires ou les taux d'intérêt, cette dette n'est pas spécialement avantageuse pour les entreprises.* » L'avantage pour le salarié de s'occuper lui-même de sa propre retraite est donc largement contrebalancé

¹⁴ Sterdyniak H., Dupont G. & Dantec A., « Les retraites en France : que faire ? », *Revue de l'OFCE* n°68, janvier 1999

¹⁵ dans *Syndicalisme-Hebdo* du 21 janvier 1999

¹⁶ Sterdyniak H., Dupont G. & Dantec A., « Les retraites en France : que faire ? », déjà cité.

par les nombreux éléments de risque qui caractérisent la capitalisation. Qui peut en effet garantir l'absence de faillite et le maintien des dispositions initiales ? La sécurité que donne l'individualisation de la retraite est une illusion. Et c'est d'autant plus vrai que le démarrage des fonds correspond à une période d'euphorie, avec beaucoup de déposants et peu de bénéficiaires. Les entreprises y trouvent une source facile et peu coûteuse de liquidité. Mais les choses changent avec l'arrivée à maturité du régime et c'est seulement alors que les incertitudes attachées à la capitalisation se manifestent.

Pourquoi il faut être contre les fonds de pension

La conclusion de ce chapitre pourrait revenir à l'actuel Ministre de l'Economie : *« Ceux qui voient dans la capitalisation une solution miracle se trompent. Comme l'a dit M. Cahuzac, il est impossible de substituer un système à l'autre. En outre, si elle était possible, une substitution même partielle ne suffirait pas à résoudre le problème des retraites, qui tient essentiellement au nombre de salariés, à la productivité du travail et au nombre des consommateurs. Qu'il achète des droits dans un système conventionnel ou qu'il souscrive des obligations, un salarié qui épargne renonce du même coup à une part de sa consommation. Il y a une certaine imposture intellectuelle à prétendre que la capitalisation à elle seule sauvera les retraites, sauf à aborder le problème, beaucoup plus complexe, de l'accumulation du capital. »*¹⁷

Outre le fait qu'ils ne constituent pas une « *solution miracle* », les fonds de pension introduiraient une dose d'insécurité qui est au fond la raison principale d'un nécessaire refus. Insécurité économique d'abord : rien, en effet, ne garantit la prolongation sur 40 ans de la rentabilité actuelle des placements financiers. Si des revenus sont distribués en excédent de l'offre de biens et services, l'ajustement se fera par les prix ou, plus vraisemblablement par la baisse des cours si toute une classe d'âge vendait son portefeuille au moment de la retraite. Contrairement au discours dominant, la capitalisation est en réalité bien plus mal placée que la répartition pour faire face à l'évolution démographique. Elle prépare aujourd'hui les krachs de demain.

Insécurité sociale ensuite : la capitalisation a pour effet d'introduire un système à deux vitesses. Le régime public de base est plus ou moins gelé, et seuls les hauts salaires (et ceux qui bénéficient de carrières régulières) utilisent pleinement les possibilités de capitalisation. Du coup, les tensions actifs-inactifs que serait censée créer l'augmentation de la cotisation se retrouvent sous une forme beaucoup plus nette, comme un conflit entre les actionnaires-retraités et les salariés. Il y a donc un risque majeur de différenciation sociale accrue, y compris chez les retraités. La capitalisation prépare aujourd'hui les tensions sociales de demain.

Insécurité financière enfin : l'introduction de fonds de pension représenterait une soumission accrue à la finance que tout devrait conduire, au contraire, à limiter et à encadrer. Cette dépendance aurait des effets économiquement détestables, sous forme d'une croissance poussive et chaotique, d'une pression constante aux réductions d'effectifs. Elle servirait à consolider une alliance sociale entre patrons, rentiers et franges supérieures du salariat, qui agirait dans le sens d'un creusement des inégalités sociales et de l'exclusion. Aujourd'hui plus que jamais, la règle d'or devrait être au contraire de recourir avec parcimonie à une finance incontrôlée et incontrôlable, pour donner la priorité à l'activité économique réelle.

Il y a enfin des raisons plus concrètes de refuser absolument le principe des fonds de pension pour la raison suivante : céder un peu, c'est subir une modification qualitative des rapports de force en ce qui concerne les modalités de la répartition. Face à un MEDEF qui propose par exemple d'allonger à 45 les annuités ouvrant droit à une retraite à taux plein, il faut construire ce rapport de forces à l'intérieur même du système par répartition. Et, pour cela, il faut prendre une

¹⁷ Assemblée Nationale. Compte-rendu analytique officiel. Séance du jeudi 28 janvier 1999.

claire mesure des conceptions sociales et politiques qui sous-tendent le débat sur les nécessaires réformes.