

Réunion d'information sur la réforme des retraites

Les dangers de la retraite par capitalisation? la malfaçon de la gestion d'actifs

Université Paris-Dauphine 13 Janvier 2020

Sabine MONTAGNE

CNRS-IRISSO, Université Paris–Dauphine

« Un peu de capitalisation, ça ne peut pas faire de mal? »

Un des objectifs de la réforme:

- les cadres à hauts revenus sortent du régime général pour une partie de leurs cotisations: M. Cicotelli <https://spe.hypotheses.org/1401>
- l'ensemble de la population contraint de contribuer à ces plans d'épargne: la protection sociale selon BlackRock , Montagne & Théret <https://spe.hypotheses.org/771#more-771>
- un modèle recommandé par la Banque Mondiale et l'UE depuis des décennies: l'OCDE poisson pilote, V. Gayon <https://spe.hypotheses.org/999#more-999>
- la loi Pacte (PER) et la directive européenne PEEP : le nouveau cadre de la gestion d'actifs, JO Charron <https://spe.hypotheses.org/1347#more-1347>

Un peu de capitalisation, ça ne peut pas faire de mal?

- obtenir un complément de retraite
- participer au financement de l'économie productive

La capitalisation **actuelle** assure-t-elle:

- la sécurité de la retraite des individus?
- le financement de l'économie productive?

La sécurité de la retraite des individus

Le discours théorique

Les marchés financiers mutualisent les risques

Les marchés sont efficients: ils découvrent le prix correct des entreprises. Ils allouent le capital de façon optimale.

Les gestionnaires d'actifs agissent dans l'intérêt des bénéficiaires et clients

La sécurité de la retraite des individus

Les structures réelles: les contrats à « cotisations définies »

Les contrats à « **cotisations définies** »

- les épargnants versent une cotisation, seule dimension connue du processus.
- si les placements tournent mal, seuls les épargnants subissent les pertes.
- les gestionnaires d'actifs ne sont pas individuellement responsables tant qu'ils ont suivi les règles professionnelles communément reconnues.
- ces règles communes ne freinent absolument pas les comportements collectifs qui contribuent aux bulles spéculatives et aux crises financières.
- les crises sont considérées comme normales : elles viennent corriger des erreurs d'appréciation de la valeur économique. Les crises remettent alors le système à « l'équilibre ».
- l'évaporation de l'épargne retraite ne peut pas être imputée aux comportements collectifs qui en sont la cause.

La sécurité de la retraite des individus

Un changement de société: avenir plus incertain

La fréquence de ces « erreurs » de valorisation et des crises qui en résultent :

- de 1970 à 2010, le FMI a décompté 208 krachs monétaires, 145 crises bancaires et 72 crises de dette souveraine (Dron, 2015)

Cette incertitude modifie le rapport à l'avenir :

- enquête US: un tiers des retraités a retravaillé depuis sa mise en retraite dont deux tiers pour s'offrir une dépense exceptionnelle et 40% pour (re)joindre les deux bouts.
- une telle incertitude concerne désormais **la plupart des fonds de pension dans le monde**, parce qu'ils sont devenus à « cotisations définies »

La sécurité de la retraite des individus

conclusion

Les marchés financiers mutualisent les risques?

- **De fait, ils les concentrent sur les épargnants**

Les marchés sont efficaces?

- **De fait, les erreurs de valorisation conduisent à des crises financières**

Les gestionnaires d'actifs agissent dans l'intérêt exclusif des bénéficiaires et clients?

- **Mais ils ne sont pas tenus responsables**

L'épargne retraite **telle qu'elle est organisée**, concentre sur les épargnants les risques liés aux incertitudes économiques et aux erreurs de valorisation des financiers

Le financement de l'économie productive

Le discours théorique

La finance **transforme l'épargne** des ménages **en capital productif** par le biais de produits financiers ingénieux

- Actions
- financement de fonds d'investissement, private equity
- hedge funds.

L'épargne retraite permet structurellement de projeter des choix d'investissement sur un **horizon long**

- des ressources **stables** (cotisations contractuelles sur base salaires)
- des dépenses **prévisibles** (démographie) sur 40 ans

Le financement de l'économie productive

Financer l'économie réelle ou faire circuler le capital ?

1975 – 2015: les transactions boursières sont passées 5% du revenu mondial, à près de 150 %

- l'horizon moyen de détention des actions (divisé par 8) de 4 ans à 6 mois
- une majorité des achats-ventes se font en quelques millisecondes.

Les conséquences du court-termisme sur les entreprises cotées

- diminution de la R&D (recherche et développement), mauvaise évaluation des investissements
- sous-investissement des entreprises cotées en Bourse / entreprises similaires, mais non cotées
- le nombre d'entreprises cotées aux États-Unis a diminué de moitié entre 1997 et 2012

Le financement de l'économie productive

La circulation effrénée du capital, gage de bonne gestion financière ?

La situation paradoxale des gestionnaires d'actifs

- **durée de détention** de titres dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels
 - 2 ans en 1991 ; 6 mois en 2009 sur le New York Stock Exchange
 - 2,2 ans en 1991 ; 1,2 an en 2009 sur Euronext

Pourquoi? **ils sont contrôlés par un calcul de rentabilité à court terme** qu'ils reportent en exigence sur la rentabilité à court terme des firmes investies.

Le financement de l'économie productive conclusion

La finance **transforme l'épargne** des ménages **en capital productif** par le biais de produits financiers ingénieux?

sous investissement

L'épargne retraite permet structurellement projeter les choix d'investissement sur un **horizon long** ?

non

Un ordre politico-économique néolibéral

La primauté de l'actionnaire

- les investisseurs institutionnels reconfigurent les stratégies des entreprises **au détriment** des **salariés** : austérité salariale, conditions d'emploi.

L'évasion fiscale

- quelle que soit la nationalité du gestionnaire d'actifs, les fonds d'investissement sont domiciliés à Luxembourg ou en Irlande
- les gestionnaires d'actifs attendent des entreprises investies qu'elles pratiquent elles-aussi l'établissement dans un pays moins disant fiscal, les Pays Bas pour l'Europe.

Un ordre politico-économique établi sur une capture de l'Etat

- le garrot d'or de la dette et de la finance, B. Lemoine <https://spe.hypotheses.org/1159#more-1159>
- BlackRock, agence internationale privée de conseil aux gouvernements, B. Théret <https://spe.hypotheses.org/687#more-687>