

# FONDS DE PENSION ET ÉQUILIBRE FINANCIER

PATRICK ARTUS ET FLORENCE LEGROS  
CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

**L**e développement de fonds de retraite capitalisés a, en théorie, quatre types possibles d'effets sur l'économie :  
— Accroître le taux d'épargne privée, donc la possibilité d'accumuler du capital ;  
— modifier la réaction du système de retraites aux cycles économiques ou démographiques ;  
— développer la capitalisation en opérant des substitutions avec les systèmes de retraites par répartition existant ;  
— enfin, modifier la structure des placements et des financements des agents économiques.

125

Nous nous attachons ici exclusivement au quatrième point, supposant donc que ne sont modifiés ni le taux d'épargne, ni le système public de sécurité sociale, et nous concentrons sur les déformations des bilans des agents économiques concernés.

Nous écartons également les problèmes liés à la transition d'un système à l'autre ou à la montée en régime des fonds de pension, et comparons deux situations d'équilibre.

## *1. Financement de l'économie française : l'état des lieux*

*Le tableau 1* présente la structure de placement et de financement de l'économie française. Les points saillants sont les suivants :

— La part de la richesse des ménages détenue sous forme de liquidités est importante (près de 40 %) ; en revanche, ils ne détiennent pratiquement pas d'obligations.

— Ces dernières sont émises par les banques et l'Etat, très peu par les entreprises ; elles sont détenues par les institutionnels nationaux ou étrangers.

— L'encours d'actions et de participations semble important ; cependant il s'agit pour 70 % de participations croisées entre entreprises ; un quart seulement de l'encours correspond à des titres cotés.

— Les OPCVM détiennent très peu d'actions et sont investis essentiellement en actifs de taux, ce que reflète la prépondérance des OPCVM monétaires.

— Le crédit bancaire reste la forme privilégiée de financement des entreprises ; il représente le double des actions (une fois celles-ci consolidées au bilan des sociétés).

— La part des investisseurs institutionnels orientés vers le long terme dans les circuits de financement est réduite : malgré un développement spectaculaire, le total du bilan des sociétés d'assurance ne représente que 60 % de celui des OPCVM ou 14 % de celui des ménages.

On peut donc très schématiquement dire que le financement de l'économie française est très intermédié, implique une forte transformation et ne permet pas aux entreprises dans leur ensemble d'accéder de façon substantielle aux marchés.

## *2 La contribution au financement des fonds de pension à l'étranger*

*Le tableau 2* décrit de façon synthétique la taille et la structure de portefeuille des fonds de pension par capitalisation aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni.

Dans les pays anglo-saxons, les réserves de ces fonds atteignent 50 % du PNB, ce qui correspond au fait que les retraites servies par le système public de base sont faibles. En Allemagne, les fonds capitalisés d'entreprises qui s'ajoutent au système de base représentent 12 % du PNB ; ils sont pour plus de 40 % représentés par des provisions inscrites au bilan des entreprises. Si on les considère comme des fonds propres on voit que dans les trois pays la part des actions dans l'actif des fonds atteint ou dépasse 50 %.

Le reste est investi en obligations, en liquidités, en immobiliers. Le système britannique se caractérise par une très forte part des actions (78 %) et par une importante diversification internationale.

Tableau 1

Encours fin 1990 (Mds F)  
(Source : TOF - Banque de France)

	Etablissements financiers		O.P.C.V.M.		Assurances		A.P.U.		Entreprises		Ménages		Reste du monde				
	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif			
Liquidités (y compris T.C.N.)	5 140	9829	783		152		7		397	988	1017		337	3567	1	2351	2190
Obligations	677	1598	725		615				123	889	198		448	255		529	192
Actions et participations	514	1100	210		266		485		527		6597		9402	2738		1389	1067
Parts d'O.P.C.V.M.	77	0	92		175				51		530			1139		5	26
Crédits	7723	1584	132		137		83		897	1132	3018		5768	403	3444	403	932
Réserve d'assurance																	
— vie							867							867			
— non vie							336				58			279		5	8

Tableau 2

Fonds de pension aux Etats-Unis, Allemagne et Royaume-Uni :  
taille et répartition de l'actif (1990, %)

	États-Unis	Allemagne	Royaume-Uni
Réserves des fonds de pension en capitalisation (% du PNB)	51	12	45
Structure de l'actif:			
Provision au bilan des entreprises		43	
Actions	51	3	78
<i>dont étrangères</i>	8		21
Obligations	32	38	12
<i>dont étrangères</i>			6
Prêts		11	
Liquidités	9		7
Immobilier	8	5	3

Sources : ap'Roberts, Lucy et Reynaud, Emmanuel (1992) : *Les systèmes de retraite à l'étranger : Etats-Unis, Allemagne, Royaume-Uni* — IRES/Observatoire des retraites ;  
FED, *Flow of Funds* ;  
Artus Patrick (1991) : *Épargner, Investir et croître* — Rapport Commissariat Général du Plan.

Tableau 3  
Structure des patrimoine financier des ménage :  
Etats-Unis, Allemagne, Royaume-Uni et France (1990,%)

	États-Unis	Allemagne	Royaume-Uni	France
Liquidités	24	48	31	43
Obligations	15	19	3	3
Actions et participations	13	3	15	30
OPCVM	4		2	12
Réserves d'assurance et fonds de pension	24	22	44	12
Autres	20	8	5	

Le tableau 3 décrit bien la distortion qui existe entre ces trois pays et la France du point de vue des placements des particuliers : la part de l'assurance-vie et des fonds de pension est deux fois plus faible qu'aux Etats-Unis ; la part des OPCVM est beaucoup plus forte ainsi que celle des liquidités (si on exclut l'Allemagne où, comme on le sait, les dépôts à terme bancaires sont très répandus).

129

### 3. Fonds de pension en France : un peu de fiction

Nous avons essayé d'imaginer, en nous inspirant de ces exemples étrangers, ce que pourraient être en France la place, la structure et la provenance des ressources de fonds de pension capitalisés (tableau 4).

Etant donné la place importante du système public de retraite, nous avons limité à 12 % du PIB marchand, comme en Allemagne, l'encours d'équilibre de ces fonds.

Leur structure supposée reflète celle des pays anglo-saxons étudiés (50 % d'actions, 30 % d'obligations, 20 % de liquidités) avec une diversification internationale modérée.

Sur quels actifs les ménages prélèvent-ils leurs cotisations à ces fonds ?

Nous guidant sur les écarts avec les structures de portefeuilles dans les autres pays, nous avons supposé que les particuliers français réduisaient leur détention de liquidités (dépôts bancaires, livrets,...), de SICAV court-terme et d'assurance-vie (qui est un substitut aux pensions).

Il est clair que nous faisons ainsi le pari que, par le passé, c'est l'absence d'un actif investi à long terme attrayant qui a poussé les ménages vers des actifs plus liquides.

De plus, la fiscalité des fonds de pension, si elle est inspirée de celle des autres pays, sera aussi favorable que celles de l'assurance-vie ou des OPCVM, ce qui n'est pas le cas des autres actifs longs existants.

*Tableau 4*  
Fonds de pension en France :  
un bilan éventuel (Mds F 1990)

Encours	656	STRUCTURE DE L'ACTIF FINANCIER DES MÉNAGES (MDS F.)		
(% du PIB en valeur)	(12)		Sans Fonds de pensions	Avec Fonds de pensions
STRUCTURE DE L'ACTIF DES FONDS DE PENSION (Mds F. et %)		Liquidités	3567	3348
Actions	328	Obligations	255	255
(%)	(50)	Actions, participations	2738	2738
dont étrangères	98	Parts d'OPCVM	1139	921
(%)	(15)	Crédits	403	403
Obligations	197	Assurance: — vie	867	648
(%)	(30)	— non vie	279	279
dont étrangères	33	Fonds de pension	0	656
(%)	(5)			
Liquidités	131	TOTAL	9 248	9 248
(%)	(20)			

#### *4. Un équilibre financier plus satisfaisant : transformation réduite, liquidité accrue*

Nous essayons d'établir un équilibre financier, comparable à celui analysé dans le premier paragraphe, mais intégrant des fonds de pension ayant les caractéristiques que nous venons d'imaginer.

Les hypothèses que nous retenons sont les suivantes :

- le bilan des administrations publiques n'est pas modifié ;
- le reste du monde « recycle » dans les marchés français le surcroît d'actions et d'obligations internationales acheté ;
- la réduction des souscriptions d'assurance-vie ou de bons de capitalisation conduit des sociétés d'assurance à réduire les encours d'obligations et d'actions qu'elles détiennent en respectant leur structure antérieure de bilan ;
- la baisse de l'encours des OPCVM entraîne une réduction des titres de créance négociables qu'ils détiennent, car nous supposons que cette baisse affecte essentiellement les OPCVM monétaires ;
- la décroissance des liquidités et TCN détenus par les ménages ou les OPCVM s'imputent entièrement aux certificats de dépôts émis par les banques (et autres institutions financières) ; l'augmentation des obligations détenues profitent également exclusivement aux banques. L'ajustement du compte de celles-ci se fait par le volume des crédits distribués ;
- le surcroît d'actions détenues dans les portefeuilles profite aux entreprises qui réduisent en conséquence leur demande de crédit.

Si les marchés et les comportements financiers étaient parfaits, la structure de financement n'aurait, on le sait, aucune importance. En fait, l'absence de neutralité implique qu'elle importe, et ce pour trois aspects :

#### *Fonds de pension et stabilité du financement des entreprises*

Le tableau 5 montre qu'avec nos hypothèses, le financement des entreprises s'opère davantage par fonds propres et moins par crédit.

En effet, la structure que nous avons retenue pour l'actif des fonds de pension implique que nous obtenons un supplément de souscriptions d'actions, la part des actions dans cet actif étant très importante (50 %) alors que les ajustements de portefeuille des ménages et des assurances se font largement aux dépens des liquidités et des OPCVM (qui investissent en actions).

Ce résultat reflète bien sûr l'hypothèse selon laquelle les particuliers acceptent implicitement de détenir des actions par l'intermédiaire des fonds de pensions, et non directement ou par d'autres véhicules.

Le risque de faillite des entreprises est réduit, or l'existence de ce risque

Tableau 5  
Encours simulés avec fonds de pension (Mds F)  
(Les chiffres entre parenthèses figurant au-dessous des encours représentent la différence au TOF 1990 réel).

	Etablissements financiers		O.P.C.V.M.		Assurances et fonds de pension		A.P.U.		Entreprises		Ménages		Reste du monde	
	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Liquidités (y compris T.C.N.)	5140	9523 (-306)	565 (-218)		283 (+131)	7	397	988	1017	337	3348 (-219)	1	2351	2190
Obligations	677	1631 (+33)	725		758 (+33)		123	889	198	448	255		534 (+5)	197 (+5)
Actions et participations	514	1100	210		539 (+273)	485	527		6597	9675 (+273)	2738		1439 (+50)	1117 (+50)
Parts d'OPCVM	77	0	92		175		51		530		921		5	26
Crédits	7450 (-273)		132		137	83	897	1132	3018	5495 (-273)	403	3444	403	932
Réserve d'assurance														
— vie						648 (-219)					648			
— non vie						336			58		279		5	8
Fonds de pension						656 (+656)					656 (+656)			

est la source majeure de non neutralité des financements : en cas de mauvaise conjoncture, le financement par crédit peut provoquer une crise de liquidité, car le service de la dette doit être assuré alors que le financement par fonds propres autorise la réduction des dividendes et permet de passer les périodes de récession.

#### *Fonds de pension et répartition des revenus*

A nouveau, s'il y a perfection des comportements et des marchés, un transfert d'intérêts d'un agent à un autre ne modifie pas l'équilibre économique.

Supposons que les intermédiaires financiers voient leurs résultats réduits au profit des déposants ; ces derniers bénéficient d'un surplus, mais il est compensé exactement par la baisse de revenu des actionnaires des banques.

En réalité, ces transferts importent : les déposants et les propriétaires d'actions sont différents, ils n'ont pas la même propension à consommer, le même revenu, les mêmes contraintes de liquidité.

La création des fonds de pension réduit, avec nos hypothèses, les dépôts dans les banques (en raison de l'ajustement des portefeuilles des ménages pour environ 200 milliards) et les certificats de dépôts qu'elles émettent (en raison de celui des OPCVM monétaires pour environ 100 milliards) ; la baisse du niveau des ressources des banques porte également sur des ressources à taux bas et réglementé et sur des ressources à taux de marché. Les crédits bancaires distribués reculent également, puisque les entreprises peuvent émettre davantage d'actions.

133

Au total, il y aurait donc baisse des profits des banques (et autres institutions financières) en raison de celle des ressources à taux réduit.

A qui profite-t-elle ?

Aux entreprises, si le coût du capital levé sous forme de fonds propres est inférieur à celui levé sous forme de dette (ce qui est vraisemblable, en raison du faible niveau des dividendes, du manque de discrimination par les prix sur le marché du crédit) ; aux ménages, qui remplacent des placements peu rémunérés (dépôts et livrets) par des parts dans les fonds de pension. On peut évaluer aux taux d'intérêt actuels, ce transfert à environ 20 milliards de francs par an (10 % x 219 milliards de baisse des liquidités des ménages).

#### *Fonds de pension et transformation*

Avec nos hypothèses, il est clair que les ménages, une fois les fonds de pension disponibles, allongent fortement la maturité de leur épargne en

substituant des parts (à 30 ans) dans les fonds aux SICAV monétaires, aux liquidités et bons de capitalisation (à 8 ans) des sociétés d'assurance.

Pour chiffrer ces hypothèses, nous avons observé la structure de portefeuille des particuliers étrangers qui montre qu'ils ont fait jouer cette substitution. Il est donc raisonnable de penser qu'en France aussi les particuliers seraient attirés par un produit spécifique de retraite.

La transformation est actuellement de plus en plus assurée par les emprunteurs finaux, les intermédiaires cherchant à se prémunir contre le risque de taux.

Allonger la durée de l'épargne est donc efficace, car ce n'est sans doute pas le rôle des entreprises que de courir le risque de transformation.

Nous avons essayé d'évaluer les effets sur le bouclage financier du développement des fonds de pension en France. Cette évaluation fait appel à des hypothèses dont on peut bien sûr discuter la validité et qui découlent du postulat selon lequel la situation française se rapprocherait de la situation étrangère en ce qui concerne les comportements des ménages et des fonds.

Par ailleurs, nos résultats restent essentiellement macroéconomiques or on sait que les petites entreprises ne bénéficieraient pas de la relance des souscriptions d'actions, que les avantages fiscaux bénéficient inégalement aux ménages, que les circuits de financement privilégiés (logement social...) pourraient pâtir des substitutions dans les placements.

Il reste qu'on peut raisonnablement attendre des avantages en termes de stabilité économique de risque financier de l'apparition de fonds de pension de dimension substantielle.