

« Un nouveau régime de croissance »

Privatisations, épargne-retraite... les particuliers se tournent vers la Bourse. Les effets du développement des supports collectifs se font sentir en dehors de la sphère micro-économique.

Michel Aglietta
Professeur
Université Paris X - CEPII

— Peut-on parler d'une diffusion de l'accès des particuliers à la Bourse ?

Par-delà les modalités concrètes de détention, les comptes financiers des ménages traduisent un développement de l'épargne investie en Bourse. Si l'on prend en compte l'ensemble des supports, on observe un véritable retournement au début des années 80, coïncidant avec l'inversion du mouvement inflationniste. Les ménages trouvent donc aujourd'hui avec la bourse un instrument dynamique dont le rendement est bien supérieur à celui des formes alternatives de placement. A mesure que leur patrimoine financier s'accroît, les ménages trouvent une part croissante de leur revenu dans le fruit de leurs actifs financiers. La diminution de la part relative des revenus salariaux traduit le renforcement des inégalités entre ceux qui ont et ceux qui n'ont pas de patrimoine

— C'est une tendance que les gouvernements ont encouragée...

Il faut d'abord rappeler que le patrimoine des Français reste encore assis sur les actifs immobiliers. Pour autant, la plupart des gouvernements ont, depuis 20 ans (songeons aux lois Monory en 1978) accompagné la diffusion de l'actionnariat : fiscalité, assurance vie, etc. Les privatisations ont été un levier important de cette politique. En France ou au Royaume-Uni, les volumes d'émissions ont été particulièrement importants. La détermination du prix lors des mises sur le marché a essayé de répondre au double objectif d'optimiser les recettes de l'Etat, tout en jouant un rôle pédagogique vis-à-vis de la Bourse.

D'une manière générale, les privatisations ont été réalisées dans un contexte porteur et ces intérêts, qui peuvent paraître contradictoires, ont pu être conciliés assez facilement.

— Avec le problème des retraites, la question devient cruciale...

En France, les supports d'épargne à long terme sont relativement peu développés par rapport à d'autres pays où l'épargne institutionnelle est organisée de plus longue date. Mais les perspectives démographiques sont claires et le débat sur la nécessité de mettre en place un mécanisme complémentaire à

« L'évolution des cours boursiers influe sur les choix d'épargne et de consommation des ménages. »

la répartition traditionnelle a maintenant dépassé le cadre des experts. Les actifs murs représentent une frange importante de la population. Ils constituent activement, et ils sont incités à le faire, une épargne destinée à financer leur retraite. Mais il faut garder à l'esprit que, pour les Français, la question de la mutualisation est plus présente que dans l'esprit anglo-saxon où la prise de risque individuelle fait partie de la culture financière.

— Y a-t-il une alternative aux fonds de pension ?

Plusieurs pistes s'offrent aux autorités pour introduire la capitalisation

dans le financement des retraites. Le Canada a récemment mis en place un système de cotisations obligatoires alimentant un fond public de capitalisation. Celui-ci est géré par un organisme public autonome, chargé d'optimiser un portefeuille diversifié. Une autre solution est envisageable, qui permettrait de relancer le débat sur la répartition des revenus dans l'entreprise. Au niveau des groupes ou des associations professionnelles, l'épargne salariale peut constituer un élément du mécanisme de partage du profit conciliable avec le souci de maîtriser les coûts de production. Des plans de retraite de groupes pourraient être co-gérés à l'allemande. Mais les fonds seraient dissociés de l'entreprise et gérés séparément. On peut ainsi concilier le caractère collectif de l'épargne salariale et la transférabilité individuelle des droits acquis par les salariés qui changent d'entreprise.

— Le management des entreprises reflète-t-il ces évolutions ?

Sans vouloir s'impliquer nécessairement dans la gestion de l'entreprise elle-même, certains investisseurs de poids imposent un style de management particulier par leurs exigences en termes de performance. Ils réclament notamment une plus grande transparence des structures afin de faciliter leurs arbitrages. Alors que le management penche parfois pour le regroupement d'activités, la mise en œuvre de synergies ou une diversification susceptible de mettre l'entreprise à l'abri des aléas cycliques, les fonds de pension préfèrent au contraire effectuer des arbitrages entre acteurs spécialisés sur une activité définie.

— Cette évolution est-elle inéluctable ?

Tout dépend des formes dans lesquelles l'épargne boursière est constituée. Le comportement de l'épargnant individuel est assez stable et la plupart ne sont pas très actifs sur les marchés et ne modifient pas radicalement leurs positions. Aux Etats-Unis, les dernières années ont été marquées par un transfert de l'épargne boursière individuelle vers des formes collectives et contractuelles. Or ces structures collectives ont un comportement plus dynamique, facteur d'instabilité. Les choix qui seront faits par le gouvernement concernant l'épargne retraite ne seront donc pas neutres. Cependant, il faut rappeler que les fonds de pension anglo-saxons ont engagé un mouvement de diversification et investissent désormais partout. Ils répondent au besoin de fonds propres de nos entreprises : près de 30 % de la capitalisation boursière française relève des fonds de pension. Leur influence se fait déjà sentir, tout au moins dans les périodes de stress où l'on relève un certain synchronisme entre les bourses qui ne correspond pas nécessairement aux fondamentaux sous-jacents.

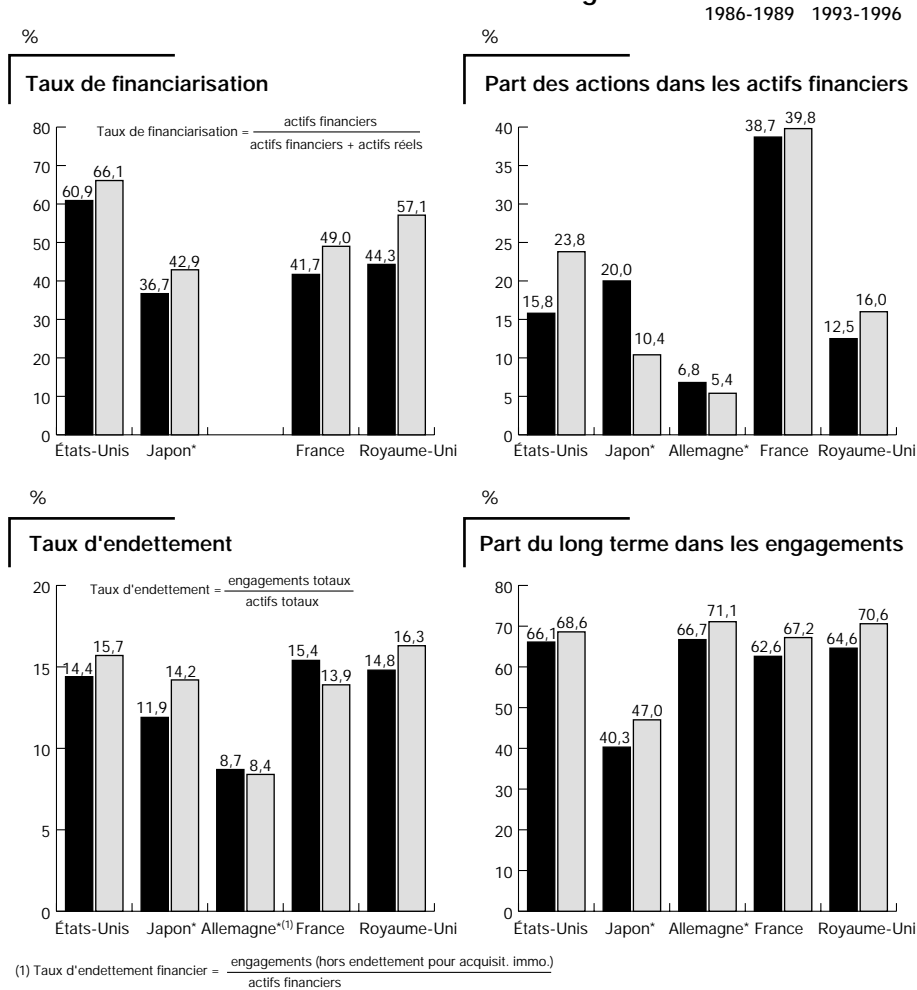
— Cela affecte-t-il les grands équilibres économiques ?

La France n'est pas encore confrontée au phénomène américain où les particuliers, forts de la revalorisation des titres, apportent ceux-ci en garantie d'un endettement qui alimente une consommation particulièrement dynamique. L'effet de richesse postule que l'évolution des cours boursiers influe sur les choix d'épargne et de consommation des ménages. Si une proportion croissante des revenus des ménages provient des dividendes ou de l'appréciation des cours, la bourse devient alors un facteur d'évolution cyclique, influençant la demande de biens et services.

— Quels effets cela a-t-il sur la conduite de la politique économique ?

On se situe donc dans un nouveau régime de relations entre les agents économiques, structuré autour du marché des droits de propriété et de la distribution du profit. Dans le « régime de crois-

Indicateurs de structure des bilans des ménages



*Données pour la période 1993-1995

Source : Macroéconomie financière, La Découverte, 2^e éd. 1998, Repères.

sance patrimonial», la stabilité est dynamique. Elle est fondée sur la circulation du profit et passe par les marchés boursiers. Les inquiétudes manifestées par Alan Greenspan montrent que la prise de conscience de ce phénomène par les autorités monétaires a eu lieu. Le mouvement des cours dépasse la question du transfert entre gagnants et perdants. S'il affecte la conjoncture, le problème devient une question de régulation macroéconomique, pour laquelle les réponses restent à formuler. L'exercice est délicat

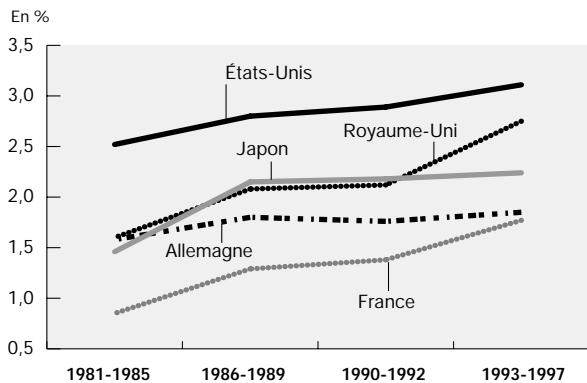
«Même là où la capitalisation domine, il y a un engagement implicite de la société pour assurer un certain type de revenu aux inactifs.»

pour les autorités monétaires qui doivent être psychologues et pédagogues.

— Les prix des biens et services sont à l'étiage. L'inflation n'est-elle pas dans les cours ?

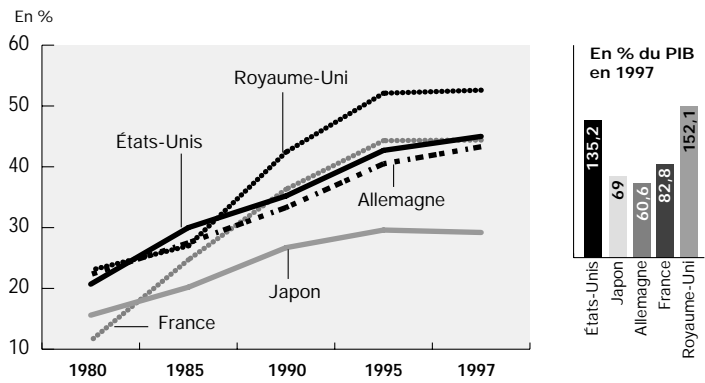
La détermination du prix des actifs financiers reste empreinte d'incertitude car ceux-ci expriment une anticipation de revenus futurs. Dans un secteur d'activité donné, une amélioration de la productivité est un facteur de baisse des prix, d'amélioration des résultats, et de hausse des cours. Il y a donc un changement de prix relatif, le gain de productivité donnant lieu à une nouvelle répartition des prix et revenus. Dans ce cas, la hausse des coûts n'est pas inflationniste. Si l'engouement sur les titres est excessif, on peut alors parler d'inflation, traduction d'une demande excessive qui n'est pas validée

Richesse financière nette des ménages rapportée au revenu disponible



Source : OCDE, perspectives économiques, décembre 1997.

Actifs financiers des ménages gérés par les investisseurs institutionnels



Source : J. Bisignano, BRI, communication pour le comité des marchés financiers, OCDE, 7/8 juillet 1997.

par les sous-jacents, et notamment par les perspectives de profits futurs.

— *Comme pour les «pyramides albanaises», l'avantage n'est-il pas aux premiers entrants-premiers sortants ?*

Le danger ne se pose véritablement que si la valorisation des titres ne reflète pas la capacité de l'économie à créer de la valeur. Si, bon an mal an, les entreprises se restructurent et satisfont les anticipations de production de flux de profits, alors l'actionnariat constituera un nouveau mode de régulation de l'économie, c'est-à-dire la gouvernance des entreprises conformément à l'optimisation de la valeur actionnariale. En cas de difficulté conjoncturelle, les banques centrales sauront ajuster les taux pour permettre à la plupart des acteurs de sauver les meubles.

— *Le système est-il viable à long terme ?*

Si l'on se place sur la longue durée, les difficultés sont inscrites dans la structure démographique. Pour l'heure, la valorisation des actifs des systèmes à prestation définie établit une correspondance avec leurs engagements. Quand les échéances viendront et si les flux de dividendes ne permettent plus de satisfaire aux engagements, il faudra alors réaliser les plus-values, et vendre les actifs. A une longue phase de hausse pourrait succéder une longue phase de baisse des marchés boursiers.

— *Comment faire face à ces difficultés ?*

La sagesse recommande de conserver des systèmes multiples, avec un socle de

répartition sur lequel viennent se greffer des étages supplémentaires. L'exemple des compagnies d'assurance vie japonaises, en proie à de graves difficultés, doit être médité. Beaucoup d'épargnants se trouvent dans une situation délicate. Il ne faut pas ignorer que, même dans les pays pour lesquels les mécanismes de la capitalisation sont prédominants, il y a un engagement implicite de toute la société pour assurer un certain type de revenu aux inactifs. A partir de là, fonds de pensions ou pas, on se retrouve en quelque sorte à nouveau dans la logique de la répartition. Ce caractère collectif n'apparaîtra que lorsque nous aurons quitté la phase actuelle du cycle, qui est celui de la constitution du système. Auquel cas, on pourrait retrouver les diffi-

«Il y a un intérêt collectif réel à mettre en place un système de réserves trouvant à s'investir en Bourse.»

cultés budgétaires qui semblent aujourd'hui aplanies. Cependant, lorsque la population active sera devenue moins nombreuse que la population inactive, le capital par actif aura augmenté grâce à l'investissement fait avec l'épargne de ceux qui auront préalablement préparé leur retraite. A cette époque, disons après 2010, le taux de rendement du capital baissera et le salaire réel progressera plus vite avec la productivité du travail soutenue par le capital installé. Avec le plein emploi retrouvé et un niveau accru de la population active, le prélèvement dans le système par répartition pourrait être moins lourd qu'on le croit aujourd'hui.

— *La collectivité pourrait néanmoins rester payeur en dernier ressort...*

Avant cela, la puissance publique doit jouer son rôle de régulateur. De la même manière que l'on a considéré que les banques justifiaient une réglementation spécifique, les organismes qui gèrent l'épargne collective appellent la vigilance des autorités quant aux garanties de gestion et un contrôle prudentiel concernant la prise en compte des plus-values. Une affaire Maxwell ne devrait pas pouvoir se produire. Etant donné la globalisation de la sphère financière, la réflexion doit également être poussée à l'échelon international.

— *L'épargne en Bourse présente pourtant des avantages...*

Il y a un intérêt collectif réel à mettre en place un système de réserves trouvant à s'investir en Bourse, et sur d'autres supports que les titres d'Etat. Si l'on investit dans des zones géographiques ou sectorielles à forte croissance, alors il y a avantage à opérer au mieux la conversion de l'épargne en capital productif. En contribuant à renforcer la productivité, on participe à l'élévation globale du niveau de vie pour le moment ou il faudra inéluctablement effectuer le prélèvement. Le gain est là : dans le postulat que l'épargne action s'investit dans les entreprises, qui en tireront le meilleur parti, notamment en termes d'innovation. En ce sens, il y a un gain net pour toute la société d'avoir, à un moment donné, organisé le mieux possible son système de capitalisation. ●

Propos recueillis par Antoine Gille