

BOURSE

Ces fonds de pension qui fragilisent les entreprises

FRANCOIS LE BRUN

Les gérants s'inquiètent des engagements des sociétés à l'égard de leurs retraités.

A marée haute, l'archipel des Chausey, au large de Granville, en Normandie, se réduit à une langue de terre à peine émergée. Pour un peu, un bateau lui passerait dessus, sans dommage pour sa quille. Mais dès que la mer se retire, alors apparaissent pas moins de 400 îles, dont certaines épousent des formes de pitons rocheux hauts parfois de plus de trente mètres. De quoi provoquer des naufrages à coup sûr ! Avec certaines sociétés cotées, il en va de même. Quand les cours de Bourse sont euphoriques, ils recouvrent les écueils dangereux. A l'inverse, s'ils se mettent à stagner dans leurs plus basses eaux, ils mettent à nu d'inquiétants dangers de navigation. C'est ce qui se passe actuellement. La débâcle observée sur les marchés depuis trois ans a rendu visible dans de nombreux groupes le déficit que risquent de creuser leurs fonds de pension maison.

Des sociétés, anglaises principalement mais aussi américaines, se sont engagées à verser des prestations définies à leurs anciens collaborateurs retraités. Vis-à-vis de ces derniers, elles sont donc redevables d'une pension jusqu'à leurs décès, et cela quelle que soit la conjoncture, même quand les caisses sont vides comme c'est actuellement le cas. Or si les réserves se sont évaporées, c'est certes en grande partie la faute de la Bourse. L'argent cantonné pour financer les pensions était principalement placé en actions, en moyenne à hauteur de 40 % à 70 %. Comme la valorisation des titres a fondu, l'encours a diminué d'autant. Une autre partie était bien placée en obligations. Las, les taux d'intérêt sont désormais trop bas pour être suffisamment rémunérateurs. Du moins à la hauteur des besoins de financement des fonds de pension. Car un autre facteur explique l'état de déliquescence de ces derniers : c'est le papy-boom. Jamais depuis la Libération les entreprises n'ont été confrontées à autant de départs massifs à la retraite. Parallèlement, l'assiette de cotisation s'est fortement réduite puisque, de restructurations en délocalisations, les entreprises emploient de moins en moins de salariés dans les pays où les fonds de pension sont en vigueur.

En France, on pourrait se dire qu'il ne s'agit là que d'une illustration des dangers de la retraite par capitalisation. Autrement dit, cela ne nous regarderait pas, puisque nous sommes régis par le système de la répartition. Voire ! La crise annoncée touche la plupart des sociétés du CAC 40. Eh oui, tous les groupes hexagonaux de taille internationale sont touchés, dès lors qu'ils ont des filiales en Grande-Bretagne ou aux Etats-Unis. Ils sont bien obligés de se plier aux lois locales. « Lafarge, par exemple, reconnaît accumuler 1 milliard de dettes hors bilan », explique Eric Bleines, gérant spécialisé dans les actions européennes chez CCR Actions. Il est l'un des premiers professionnels à s'être alarmé de l'ampleur des déficits accumulés par les fonds de retraite. « Michelin, Thales, Schneider, Aventis, Saint-Gobain et AXA, pour ne citer que ces groupes, sont eux aussi concernés. » Mais il est clair, poursuit-il en substance, qu'ils ne présentent pas la même exposition au danger que Rolls-Royce, British Airways BAE Systems ou ICI. « Là, note le gérant de CCR, le déficit des fonds maison représente parfois plus de 100 % de la capitalisation boursière des sociétés. »

Tel qu'il surgit ces temps-ci dans le débat public, le problème semble inédit. Un peu comme s'il s'agissait d'un virus inopinément découvert. En fait, il existe depuis longtemps à l'état latent. Simplement, pendant des années, sa gravité a été relativisée. Car, même si les besoins étaient insuffisamment provisionnés, le niveau élevé des cours de Bourse réglait en grande partie la question. Trois années consécutives de baisse des marchés ont achevé de mettre le mal en évidence.

« Le déficit des fonds de pension affecte toutes les valeurs européennes », affirme Pierre-Yves Gauthier, analyste au Crédit Lyonnais Securities, qui vient de publier de son côté une étude sur le sujet. A ses yeux, les entreprises sont confrontées à une hypothèque qui, d'ores et déjà, les fragilise en trois points au moins : le déficit de leurs fonds de pension dégrade leur

bilan « en grossissant la dette exigible à court terme ou moyen terme ». Ensuite, il détériore leurs performances opérationnelles « en aggravant les charges salariales et assimilées ». Enfin, il brouille leur lisibilité comptable.

« Le sujet est d'autant plus délicat, s'inquiète Pierre-Yves Gauthier, qu'il est absolument méconnu par les analystes, les investisseurs et les régulateurs. Aucun analyste dans son approche sectorielle n'est à ce jour outillé pour traiter ce problème. » Dans ces conditions, comment les investisseurs individuels pourraient-ils naviguer sans dommage entre tous ces écueils ? De toute façon, ils seront forcément chahutés car, à elle seule, la question du financement des fonds de pension suffit à provoquer des remous sur les marchés financiers.

En effet, comme l'explique en substance Eric Bleines, quand un épargnant s'approche de son départ à la retraite, il s'efforce de rendre progressivement liquide son épargne. A cette fin, il s'éloigne des actions et se dirige vers les obligations, les placements monétaires ou autres supports dits sûrs. Les gérants de fonds de pension raisonnent exactement de la même façon : quand un grand nombre de leurs cotisants s'apprêtent à quitter la vie active, ils cessent de prendre des risques. Ils vendent progressivement les actions qu'ils détiennent en portefeuille. « Cette position accentue encore la pression vendeuse sur le marché des actions », commente Eric Bleines.

Il sera donc difficile pour les actionnaires de s'en sortir sans casse. Au minimum, prévient Pierre-Yves Gauthier, ils seront sollicités pour éponger les voies d'eau ! « Le déficit s'était déjà aggravé en 2002, au point de représenter 15 % à 20 % des fonds propres des sociétés. Il va se creuser encore davantage en 2003, explique-t-il. Dès lors, selon nos calculs de probabilité, seule une hausse des marchés de 80 % permettrait de régler le déficit des fonds. » Autant dire que l'hypothèse est difficilement envisageable.

Dans cette situation chaotique, toutes les actions ne présentent pas le même degré de risque. Certaines, en fonction de l'activité du groupe, de son histoire ou de son implantation géographique, sont plus vulnérables que d'autres. Aussi, plus que jamais, la sélection au cas par cas des titres de son portefeuille se révèle stratégique. Pour chacun d'entre eux, il convient de s'interroger sur la vraie valeur de l'entreprise qui les sous-tend et non pas seulement sur le prix du « papier » sur le marché.

Au palmarès du niveau de risque par pays, la France, protégée par le système de la répartition, n'est pas la première citée. Elle est loin derrière la Grande-Bretagne et les Etats-Unis, où chaque entreprise cotée, du fait de son fonds de pension, révèle sa vraie nature de sicav ou de compagnie d'assurances, prisonnière de son portefeuille de participations. La France se situe au même niveau que l'Espagne, la Suisse et l'Italie. Dans la zone euro, elle est moins exposée que l'Allemagne qui présente, elle, un cas de figure particulier.

En effet, outre-Rhin, les engagements pour retraites apparaissent au bilan des sociétés sous forme de provisions. Il ne s'agit donc pas de grenades dissimulées à l'extérieur du bilan. « Mais, précise Eric Bleines, le motif d'inquiétude porte sur la masse des engagements et sur le risque lié au changement à terme de méthode comptable. » D'ores et déjà, des dégâts collatéraux peuvent être observés. C'est que les agences de notation ont commencé à dégrader certains fleurons. Thyssen, par exemple, le 21 février, s'est vu pour cette raison reléguer au rang de « junk bond ». De même, le fournisseur d'électricité RWE provisionne pour les retraites de ses salariés 13,3 milliards d'euros. Le groupe est par ailleurs endetté pour près de 18,5 milliards. L'ordre de grandeur de ces engagements est à comparer à une capitalisation boursière de 13,9 milliards d'euros et des fonds propres de 6,4 milliards.

Comme la législation européenne pousse au cantonnement des actifs (des placements sont clairement affectés au règlement ultérieur des retraites), certains groupes prennent les devants. C'est déjà le cas partiellement de Siemens et de BASF. Mais le risque est grand de voir de nombreux bilans se détériorer, le jour où les entreprises devront cantonner d'importants actifs pour se mettre en conformité avec les nouveaux textes. Or, là aussi, des sociétés françaises sont concernées. « Nexans, calcule Eric Bleines, a dans son bilan un déficit pour fonds de pension proche de 250 millions d'euros principalement lié à son exposition au marché allemand. Cependant, sa dette totale est somme toute raisonnable et, en plus, la structure financière n'est pas inquiétante car le groupe dispose de fonds propres à hauteur de 990 millions d'euros. »

A l'intérieur de la zone euro, Pierre-Yves Gauthier s'est livré à une analyse aléatoire de 152 valeurs. Il les a comparées en tenant compte de leur nationalité (afin de prendre en considération les législations auxquelles elles sont principalement

soumises). Il a ensuite intégré les secteurs qu'elles représentent (la pyramide des âges n'est en effet pas identique dans la mécanique et dans les télécommunications). Il a encore ajouté des ratios liés aux salariés. Par exemple, il a modulé le classement selon l'importance des frais de personnel par rapport à la capitalisation. A l'aune de ce dernier critère, les compagnies aériennes apparaissent typiquement dominées par leurs salariés. Enfin, il a tenu compte d'éléments tels que la trésorerie nette par salarié ou le niveau de marge d'exploitation pour voir dans quelle mesure l'actionnaire peut supporter une remontée des coûts de personnel du fait des fonds de pension, sans préjudice pour le dividende ou pour le cours de Bourse. Toutes ces indications ont été notées de 1 à 5. Il en est ressorti un classement qui établit pour les sociétés une présomption de sensibilité au problème des fonds de pension.

Avantage au luxe et aux télécoms

Les dix premières valeurs apparues sont les suivantes : British Airways, Stora Enso, UPM-Kymmene, Rexam, Thyssen Krupp, BT Group, DaimlerChrysler, Lufthansa, Volvo et Fiat. « Les sociétés les plus exposées sont celles qui, à la base, sont les plus fragiles en termes de fondamentaux. Une forte présence de leurs effectifs dans les pays à risque parachève leur sensibilité. L'automobile, importante consommatrice de main-d'œuvre, apparaît logiquement comme présentant un risque important. » En la matière, DaimlerChrysler concentre toutes les difficultés : 80 % de ses effectifs sont concentrés sur l'Allemagne et les Etats-Unis. A noter aussi la forte concentration de produits de base (papier, chimie).

A l'inverse, les valeurs apparemment les moins menacées sont : Hermès, Wanadoo, Gucci, TF1, Bouygues, Galeries Lafayette, Bulgari, T On Line, Telefonica Moviles et Richemont. Beaucoup de françaises donc, puisque l'essentiel de leurs effectifs se situe en dehors de pays à risques en termes de fonds de pension. « Le luxe tire particulièrement bien son épingle du jeu, note Pierre-Yves Gauthier, car la moyenne d'âge dans ce secteur est plutôt jeune et les effectifs sont plutôt concentrés sur la France et l'Italie. En outre, les bilans sont plutôt solides. Le tir groupé des valeurs télécoms est aussi remarquable. Il est lié à la concentration de leurs effectifs dans des pays protégés du risque. Ce n'est certes pas le cas de l'allemand T On Line, mais là ses fondamentaux solides le sauvent, notamment son absence d'endettement. Enfin, conclut Pierre-Yves Gauthier, il est à noter que l'insensibilité au thème des retraites renforce le caractère déjà défensif d'un certain nombre de valeurs : Autoroutes du Sud de la France, Carrefour et les pharmaceutiques comme Sanofi-Synthélabo ou Serono. »

FRANÇOIS LE BRUN

Catégorie : Économie

Sujet(s) uniforme(s) : Bourse et marché des changes; Finances et placements personnels

Sujet(s) - Les Echos : BOURSE

Lieu(x) géographique(s) - Les Echos : FRANCE

Taille : Long, 1424 mots

© 2003 Les Echos. Tous droits réservés.

Doc. : 20030613EC01152118