

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES
Séance plénière du 24 janvier 2018 à 9h30
« L'épargne en vue de la retraite »

Document n° 14

<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Le point sur les marchés des pensions en 2016

*Synthèse en français de « Pension Markets in Focus, 2017 edition »
par le Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites*

Le point sur les marchés des pensions en 2016

La présente note synthétise le rapport *Pension markets in focus, 2017 edition* publié par l'OCDE en se concentrant sur les éléments les plus saillants, et en mettant l'accent sur les pays habituellement suivis par le Conseil d'orientation des retraites¹.

Le rapport *Pension markets in focus, 2017 edition* fournit un panorama des systèmes de retraite par capitalisation dans le monde. Il évalue le montant des actifs accumulés dans des plans de retraite en capitalisation gérés par des institutions publiques ou privées (telles que les fonds de pension ou compagnies d'assurance par exemple), décrit la manière dont ces actifs sont investis sur les marchés financiers et examine la performance de ces investissements, tant sur l'année écoulée que sur la dernière décennie.

En 2016, les actifs détenus dans des dispositifs de retraite privée et capitalisée ont atteint un niveau historique record dépassant 38 000 milliards de dollars US dans les pays de l'OCDE. Les pertes résultant de la crise financière ont été recouvrées dans la plupart des pays de l'OCDE. Toutefois, la faiblesse des taux d'intérêt exerce une pression sur les prestataires de retraite à travers les rendements plus faibles retirés des placements obligataires, ce qui peut affecter la capacité de ces prestataires à continuer de tenir leurs engagements vis-à-vis des affiliés. Les prestataires de retraite pourraient alors être incités à augmenter leur exposition au risque en vue de rendements plus élevés.

La théorie financière suggère cependant que les fonds de pension (et les autres prestataires de retraite) pourraient obtenir des rendements plus élevés à travers une allocation d'actifs mieux diversifiée. Les investisseurs peuvent rechercher des sources de rendement en investissant dans différents types d'instruments, dans différents secteurs d'activité ou dans les actifs émis par des entités situées dans différents pays ou libellés dans différentes devises. Si ces investissements sont décorrélés entre eux, et par voie de conséquence réagissent différemment à des événements de marché, les investisseurs peuvent réduire le risque global de leurs portefeuilles. La diversification internationale des portefeuilles des prestataires de retraite fait l'objet d'un examen approfondi dans le rapport, qui sera résumé succinctement dans la présente note.

1. Les développements récents des marchés des pensions

La première partie du rapport décrit les caractéristiques principales des dispositifs de retraite privée et/ou capitalisée² dans les pays de l'OCDE (et au-delà, dans une sélection de pays non-membres). L'analyse couvre l'ensemble des institutions prestataires de retraite, qu'il s'agisse de fonds de pension, d'employeurs (à travers des engagements de bilan), de compagnies d'assurance, de compagnies d'investissement ou de banques. Ces dispositifs peuvent être gérés de manière publique ou privée et couvrent des employés des secteurs public et privé.

1.1. Les actifs accumulés dans des dispositifs de retraite privée et capitalisée dans l'OCDE ont atteint un niveau historique record dépassant 38 000 milliards de dollars US à la fin 2016

¹ Allemagne, Belgique, Canada, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède.

² *Funded and private pension arrangements*. Ce terme comprend tous les systèmes par capitalisation (publics ou privés) ainsi que tous les systèmes privés (y compris les engagements de bilan des entreprises qui ne sont pas vraiment capitalisés mais qui représentent un régime privé de retraite).

La figure 1a montre que les actifs accumulés dans des dispositifs de retraite ont dépassé 1 000 milliards de dollars US dans six pays : les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, l’Australie, le Japon et les Pays-Bas. En proportion du PIB, la situation est très contrastée : aux Pays-Bas, ces actifs représentent 180 % du PIB, aux États-Unis 135 % et moins de 10 % en France, en Italie, en Belgique et en Allemagne (figure 1b).

Figure 1a. Total des investissements des prestataires de retraite privée et capitalisée en 2016, en milliards de dollars US

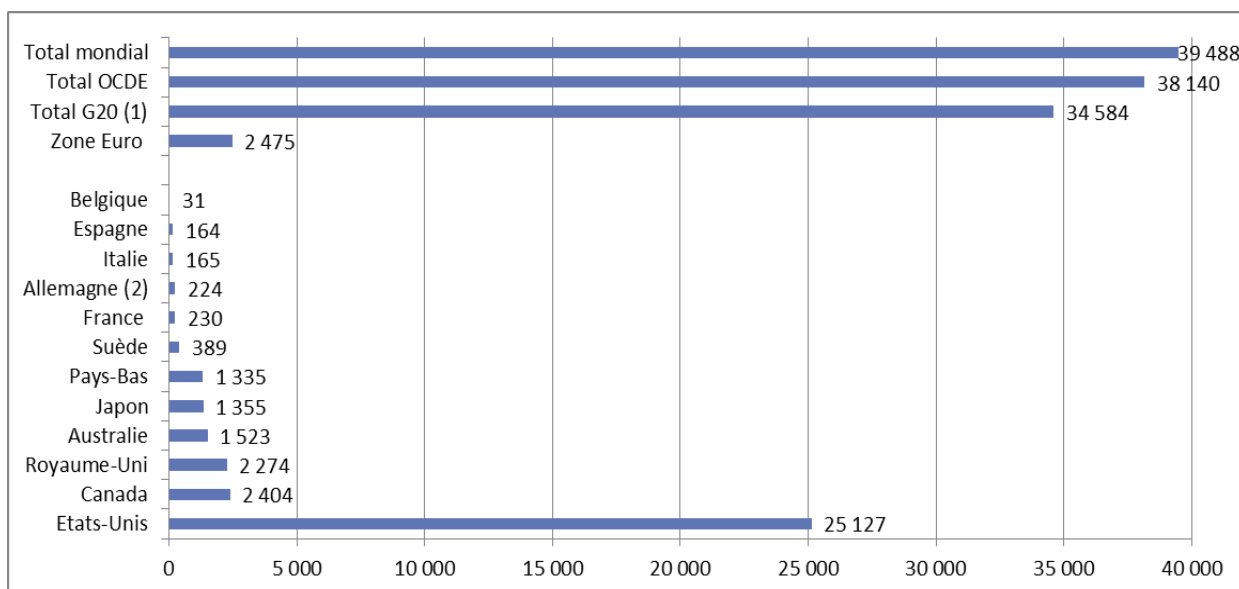
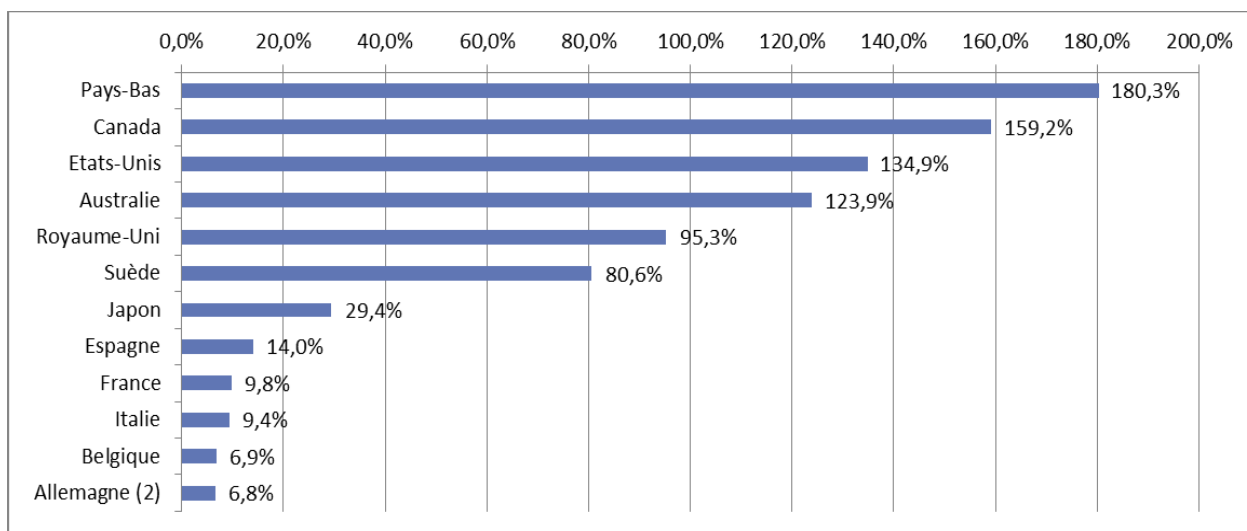


Figure 1b. Total des investissements des prestataires de retraite privée et capitalisée en 2016, en % du PIB



Notes : (1) Hors Argentine et Arabie Saoudite. (2) Données limitées aux Pensionsfonds et Pensionskassen supervisés par BaFin.

Source : OECD Global Pension Statistics.

Plusieurs facteurs expliquent ces disparités de taille entre les dispositifs de retraite privée et capitalisée. D’une part, certains dispositifs existent de très longue date, notamment aux États-Unis où le premier plan de pension couvrant les employés du secteur public existe depuis

1857 (et depuis 1875 pour le premier plan privé). L'encours de placements accumulés dépend aussi du caractère obligatoire, ou facultatif, de la participation à des plans de retraite en capitalisation. Aux Pays-Bas, et plus récemment en Australie, cette participation est obligatoire, ce qui explique le niveau très élevé des encours en pourcentage du PIB. Aux États-Unis et au Canada, les dispositifs de retraite en entreprise sont conçus comme des éléments de la politique salariale globale permettant d'attirer et de fidéliser les employés, même s'il n'existe aucune obligation légale d'adhésion à des plans de pension pour les employés, ni d'obligation de proposer de tels plans pour les employeurs.

Les encours d'actifs accumulés dans des dispositifs de retraite privée et capitalisée évoluent à des rythmes différents selon les pays, en fonction du rendement net des placements et des sommes nettes investies. Ces dernières dépendent des contributions collectées auprès des employeurs et des employés (et donc à la fois du nombre de contributeurs et de leur contribution moyenne) et des prestations versées aux retraités. Dans la plupart des pays de l'OCDE, la part des actifs dans le PIB a tendance à augmenter sur la dernière décennie, mais les pensions privées perdent du terrain dans quelques pays, notamment dans des pays d'Europe centrale et orientale, comme la Hongrie et la Pologne, dans lesquels les actifs des plans de retraite privée ont été transférés au système de retraite par répartition. Par exemple, la réforme des retraites en Hongrie de 2011 a suspendu les contributions aux comptes de retraite individuels obligatoires, pour les réaffecter aux régimes publics par répartition. Même si les individus peuvent continuer à abonder leur compte d'épargne retraite, l'encours d'actifs accumulés dans les plans d'épargne retraite capitalisée a décru entre 2006 et 2016.

1.2. Les dispositifs de retraite privée et capitalisée présentent des caractéristiques différentes selon les pays

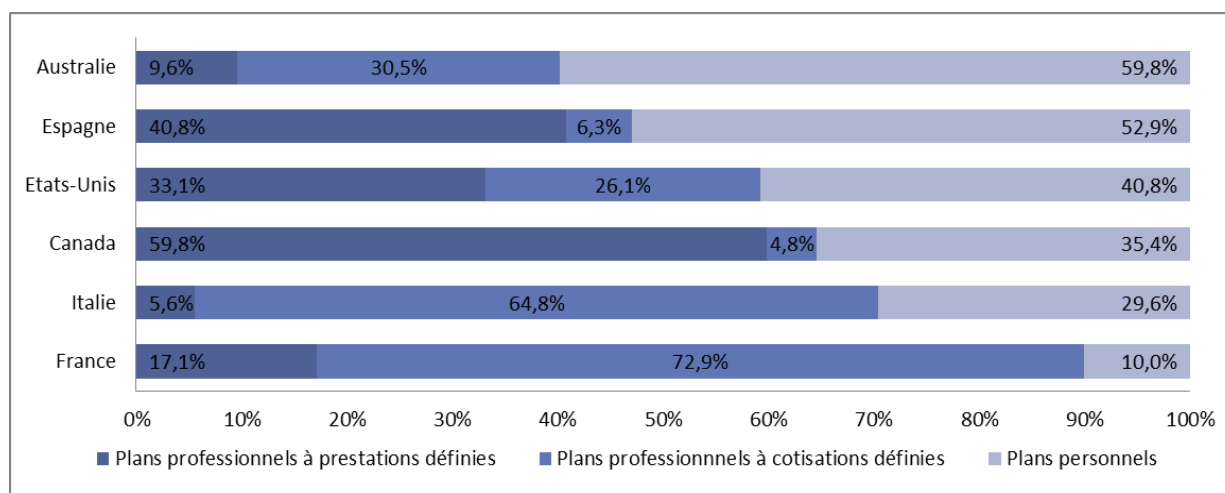
La taxonomie de l'OCDE croise deux critères, selon que le plan de pension est personnel ou professionnel et selon la nature de l'engagement de l'institution qui le propose, à prestations définies ou à cotisations définies. Est considéré comme plan à prestations définies, tout plan dans lequel l'employeur (ou le groupe d'employeurs) promoteur du plan est responsable des engagements qu'il a pris vis-à-vis de ses affiliés, notamment du financement de la différence éventuellement négative entre la valeur des actifs et la valeur des engagements. Les dispositifs de retraite privée et capitalisée présentent des caractéristiques différentes selon les pays, même si on observe une proportion importante de pays proposant à la fois des plans professionnels et personnels, à prestations définies et cotisations définies (figure 2).

Figure 2. Typologie des dispositifs de retraite dans les pays de l'OCDE en 2016

		Plans professionnels			
		Prestations définies seulement	Prestations définies et cotisations définies	Cotisations définies seulement	Aucun
Plans personnels	Oui	Allemagne, Finlande, Israël, Suisse	Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée du Sud, Danemark, Espagne, États-Unis, France, Irlande, Islande, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle Zélande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède, Turquie	Chili, Grèce, Hongrie, Lettonie, Pologne, Slovénie	Estonie, République Tchèque, Slovaquie
	Non				

En termes d'encours détenus, on observe également une grande diversité de situations, la France se caractérisant par une très faible part de plans personnels et une forte proportion de plans professionnels à cotisations définies, alors que les États-Unis ont une proportion relativement équilibrée entre plans personnels, plans professionnels à cotisations définies et plans professionnels à prestations définies (figure 3).

Figure 3. Répartition de l'investissement des prestataires de retraite privée et capitalisée par type de plans en 2016, dans une sélection de pays de l'OCDE



1.3. Les prestataires de retraite dans la plupart des pays ont connu des rendements réels positifs (nets de frais de placement), en 2016 mais également à plus long terme

Dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE, les rendements réels nets de frais de placement ont été positifs en 2016 (figure 4a). Les meilleures performances ont été relevées dans les pays européens. Dans la mesure où les placements de retraite sont investis sur des périodes de 30 à 40 ans, il convient d'évaluer la performance des prestataires de retraite sur une période supérieure à un an. En particulier, la mesure du rendement réel net annuel moyen sur 5 ans et sur 10 ans permet d'apprécier l'impact de la crise financière amorcée en 2007. La plupart des prestataires de retraite ont connu des pertes financières en 2008, et de manière plus marginale en 2011. Malgré ces performances négatives, les investissements des prestataires de retraite ont engendré un rendement réel net positif en moyenne annuelle sur 10 ans dans la plupart des pays (figure 4b).

Figure 4a. Taux de rendement réel des prestataires de retraite, net des frais de placement, dans une sélection de pays de l'OCDE, entre décembre 2015 et décembre 2016 (en %)

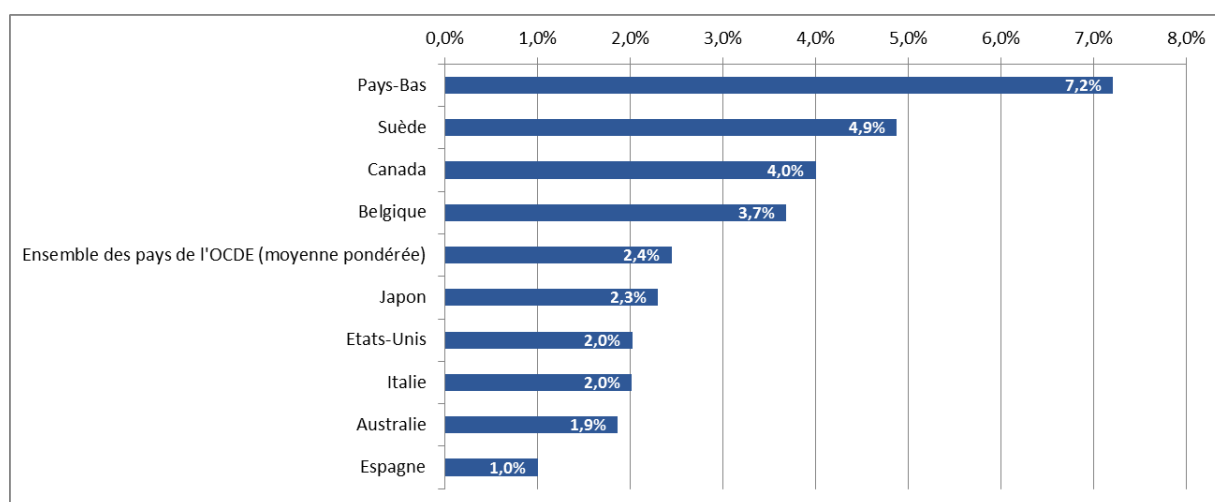
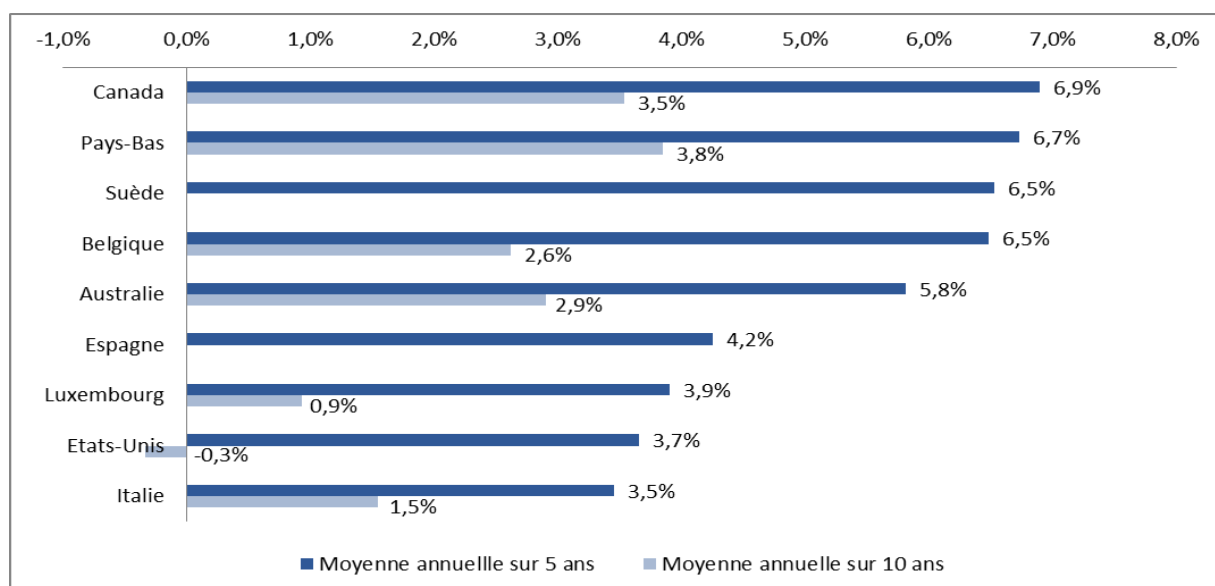


Figure 4b. Taux de rendement réel des prestataires de retraite, net des frais de placement, dans une sélection de pays de l'OCDE, en moyenne géométrique annuelle sur 5 et 10 ans (en %)



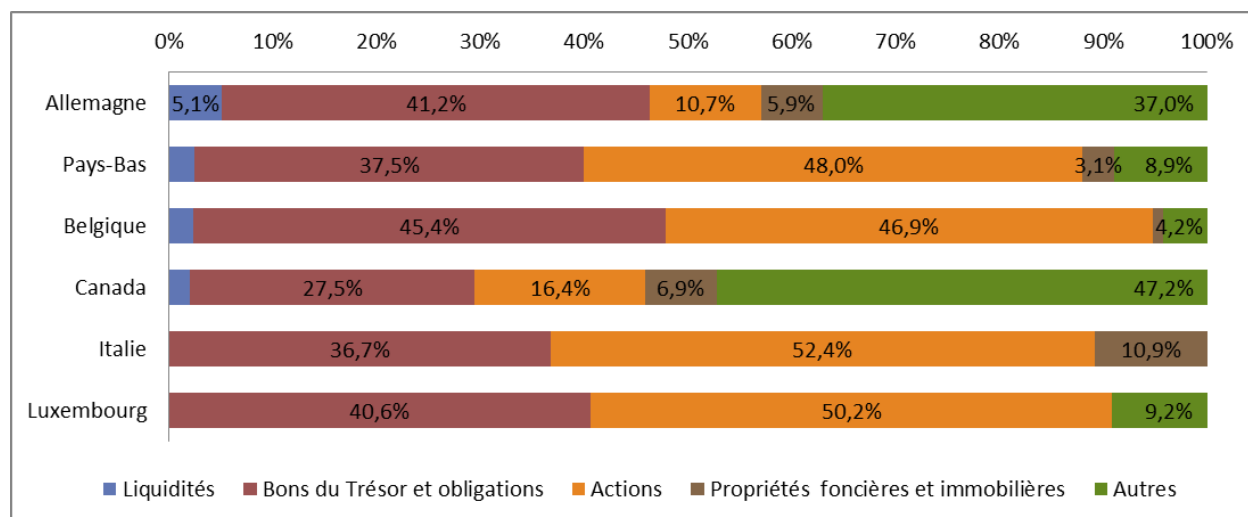
1.4. Les actifs des plans de retraite sont essentiellement investis dans des produits obligataires et des actions, directement ou par l'intermédiaire des fonds d'investissement collectifs

Les performances de placement dépendent sensiblement de l'allocation d'actifs, de la performance des marchés financiers sur lesquels ces actifs sont investis et de la compétence des gestionnaires de fonds, en termes de sélection des actifs et de choix de l'horizon d'investissement.

Dans la plupart des pays, les actifs des plans de retraite sont investis dans des produits obligataires (bons du Trésor et obligations) dans la mesure où ces produits sont perçus comme une source sûre de revenus. Les prestataires de retraite détiennent également des actions en direct, notamment dans les pays dans lesquels les marchés d'actifs sont larges et profonds.

Une caractéristique des pays européens est la forte proportion de détention d'actions *via* des organismes de gestion collective, qui peut s'expliquer pour la Suède par exemple par la part des contrats d'épargne retraite en unités de compte conclus par certains organismes gestionnaires. Pour déterminer la véritable exposition des prestataires de retraite aux différents marchés financiers (actions et obligations), il convient donc d'examiner la composition de portefeuille des organismes de placement collectif dont les prestataires de retraite détiennent des parts (figure 5).

Figure 5. Détention indirecte des placements des prestataires de retraite *via* des organismes de placement collectif en 2016



Lecture : en Allemagne, les placements des prestataires de retraite via des organismes de placements collectifs se décomposent en 5,1 % de détention de liquidités, 41,2 % de bons du Trésor et d'obligations, 10,7 % d'actions, 5,9 % de placements immobiliers et fonciers et 37,7 % d'autres actifs.

2. Etude détaillée : les investissements à l'étranger des prestataires de retraite – pratiques et défis

Les théories traditionnelles de la finance enseignent qu'un portefeuille diversifié permet de réduire le risque d'investissement sans obérer le rendement anticipé du portefeuille. La

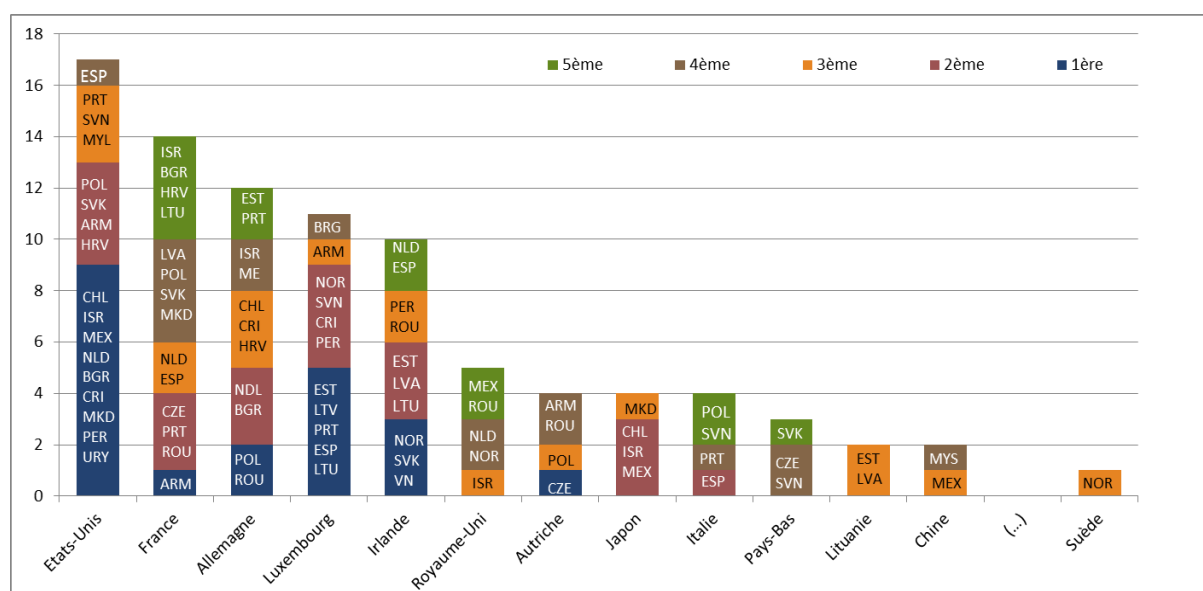
diversification du portefeuille requiert d'investir dans des actifs dont les rendements ont une corrélation faible, voire négative. La diversification permet de limiter l'exposition au risque spécifique d'un actif donné, sans que la perte potentielle sur cet actif ne contamine l'ensemble du portefeuille.

La diversification de portefeuille peut être obtenue par différentes stratégies, en investissant dans plusieurs classes d'actifs, dans plusieurs secteurs d'activité ou dans des actifs émis par des entités étrangères ou libellés en devises étrangères. Comme les prestataires de retraite ont comme obligation essentielle d'investir au mieux des intérêts de leurs affiliés, ils peuvent remplir cette obligation par une diversification internationale de leurs placements.

Une étude récente de l'OCDE³ montre cependant que les fonds de pension de tous les pays sont sujets au biais domestique, c'est-à-dire qu'ils surinvestissent dans les actifs de leur pays d'origine au détriment des investissements dans des actifs étrangers. Plus précisément, les fonds de pension investissent moins qu'ils ne le devraient (selon la théorie traditionnelle de la finance) dans des actifs étrangers, au regard du poids des actifs étrangers dans la capitalisation mondiale.

Cette section du rapport montre que les investissements à l'étranger des prestataires de retraite sont concentrés sur un nombre restreint d'aires géographiques, essentiellement les marchés nord-américain et européen, ce qui suggère un biais régional potentiel. Les investissements à l'étranger se concentrent sur trois pays principaux : les États-Unis, la France et l'Allemagne (figure 6). Ainsi, 17 pays (sur 23 ayant renseigné l'OCDE à ce sujet) mentionnent les États-Unis comme l'un des cinq principaux pays dans lesquels investissent les prestataires de retraite de leur juridiction à l'étranger ; la France et l'Allemagne attirent les investissements des prestataires de 14 et 12 pays respectivement.

Figure 6. Nombre de fois où les pays ont été mentionnés dans chacune des 5 premières destinations des placements des prestataires de retraite à l'étranger en 2016



Lecture : la France a attiré les placements des prestataires de retraite de 14 pays, l'Arménie ayant désigné la France comme premier pays d'investissement étranger ; l'Espagne a mentionné les États-Unis comme 5^{ème} pays

³ OECD Business and Finance Outlook, 2017, OECD publishing, Paris.

destinataire des placements des prestataires de retraite, la France comme 3^{ème} pays et le Luxembourg comme 1^{er} pays⁴.

Le Luxembourg est une destination privilégiée des investissements à l'étranger des prestataires de retraite, bien que sa capitalisation boursière représente moins de 1 % de la capitalisation mondiale. En effet, il est possible que ces investissements au Luxembourg soient opérés dans des parts d'organismes de placement collectif, eux-mêmes investis dans actifs émis hors du Luxembourg. Il est donc nécessaire d'étudier la composition du portefeuille de ces organismes de placement collectif pour mesurer la véritable diversification géographique des investissements des prestataires de retraite, et ainsi, leur véritable exposition au risque.

La concentration des investissements des prestataires de retraite sur un nombre limité de pays ou de devises soulève la question du biais régional dans l'allocation d'actifs (au-delà du biais domestique). Ce biais est imputable aux risques supplémentaires que font peser les investissements à l'étranger (risques politiques ou risques de change), aux coûts supportés pour les couvrir ou pour acquérir une expertise spécifique ainsi qu'aux barrières réglementaires qui peuvent parfois limiter, voire interdire, l'investissement direct à l'étranger.

⁴ La liste des codes ISO utilisés pour identifier le pays d'origine des prestataires de retraite est disponible sur le site des Nations Unies au lien <http://unstats.un.org/unsd/methods/m49/m49alpha.htm>