

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES
Séance plénière du 17 février 2016 à 9 h 30
« Vieillesse, emploi et retraite : panorama international »

| |
|---|
| Document N° 7 |
| <i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i> |

Le point sur les fonds de pension – synthèse des travaux de l'OCDE

Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites

Le point sur les fonds de pension – synthèse des travaux de l’OCDE

Ce document synthétise le rapport 2015 de l’OCDE *Pensions Market in Focus*¹, qui complète son panorama des pensions par un dossier portant spécifiquement sur les fonds de pension, qu’ils soient à prestations définies ou à cotisations définies.

L’ensemble des fonds de pension privés d’épargne retraite² géraient l’équivalent de 38 000 milliards de dollars fin 2014. La France (avec trois autres pays de la zone OCDE) est un des rares pays où les sociétés d’assurance gèrent davantage d’actifs que les fonds de pensions. Le rapport 2015 de l’OCDE *Pensions Market in Focus* se focalise principalement sur ces fonds de pension (représentant 25 000 milliards de dollars fin 2014), considérés comme autonomes, délaissant les contrats d’assurance sur lesquels elle manque d’information.

En préambule, l’OCDE rappelle le rôle crucial de la croissance économique et, plus particulièrement, des taux d’intérêt qui, s’ils restaient durablement bas, menaceraient la solvabilité des plans à prestations définies et le niveau des pensions dans ceux à cotisations définies. Le danger résiderait alors, en rebond, dans la tentation qu’auraient les fonds à rechercher des solutions de remplacement *via* une plus grande prise de risque qui, en cas de crise financière, pourrait nuire davantage encore à leurs objectifs qu’une faible inflation. Face au danger représenté par de telles tentatives de rendements supérieurs aux taux d’intérêt, l’OCDE a choisi d’observer précisément d’éventuelles transitions, à la marge, vers des plans en actions ou vers des produits dérivés au détriment d’une partie des obligations qui pourraient être jugées comme insuffisamment rémunératrices.

Cette synthèse présente le bilan des fonds par pays, selon leur volume, leur évolution, leur rendement, la répartition des placements, et discute du risque de cette répartition lorsqu’elle engage des actifs destinés à être servis aux futurs pensionnés sur des placements considérés comme non-traditionnels – à savoir les prêts, les terrains et bâtiments, d’autres fonds mutualisés, les contrats d’assurance, les *hedge funds*, des fonds privés en action, des produits dérivés, etc.

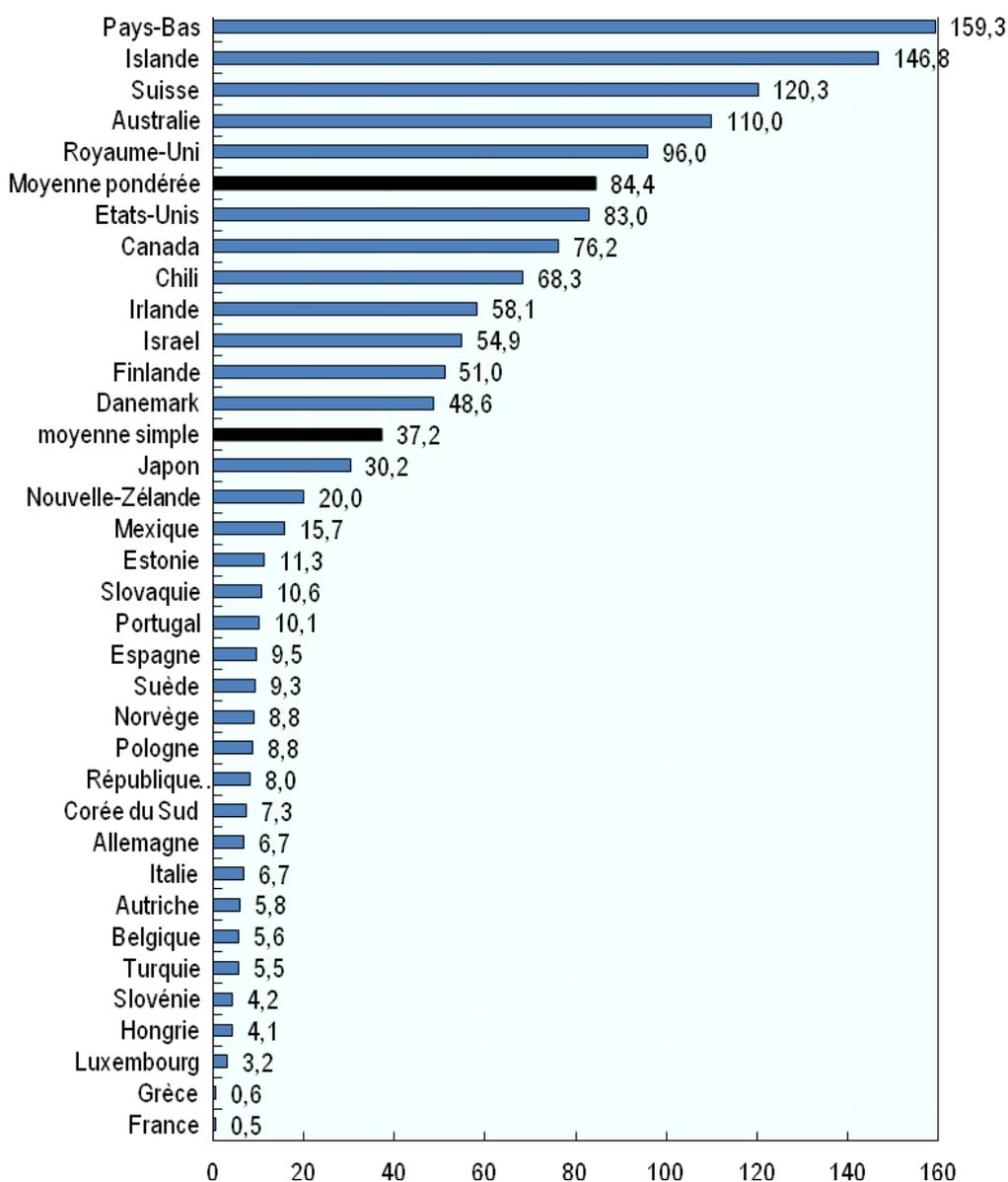
¹ <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2015.pdf>.

² hors assurance-vie.

1. Valeur des actifs des fonds de pension

Les actifs des fonds de pension des pays de l'OCDE ont atteint, en fin d'année 2014, un niveau (moyenne pondérée par le montant des actifs) égal à 84 % du PIB, dont 83 % du PIB aux Etats-Unis et avec un maximum de 160 % pour les Pays-Bas. La moyenne simple par pays est de l'ordre de 15 % du PIB. Ces fonds détiennent les deux tiers de l'épargne collectée pour des plans de pensions privés³.

Niveau des fonds de pension en % du PIB dans les pays de l'OCDE, 2014



Source : OCDE, *Pensions Market in Focus*, édition 2015.

³ Le tiers restant étant détenu principalement par des banques, des sociétés d'investissement et des sociétés d'assurance.

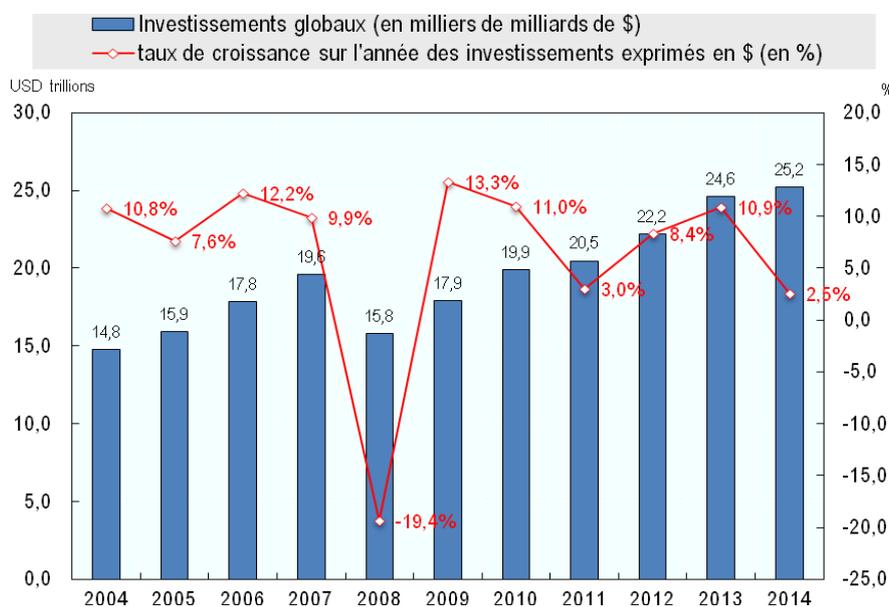
2. Progression des fonds de pension

L'augmentation des actifs d'une année sur l'autre provient de deux sources : un abondement (cotisations, transferts, etc.) supérieur aux sorties (versements de pensions) d'une part, un rendement positif (net des frais de gestion) des placements opérés au cours de l'année d'autre part.

Sur les dix dernières années, la croissance nominale des fonds de pensions exprimés en dollars a été de 5,5 %, avec notamment une progression annuelle moyenne de 8,1 % depuis la crise de 2008 et une hausse de 2,5 % en 2014.

Cette progression aurait été supérieure en 2014 sans l'appréciation du dollar américain contre l'euro : les investisseurs européens ont vu leurs fonds augmenter de 10 % en euros, mais se dégrader de 3 % en dollars compte tenu de l'appréciation du dollar.

Mesure et évolution des actifs des fonds de pension de 2004 à 2014

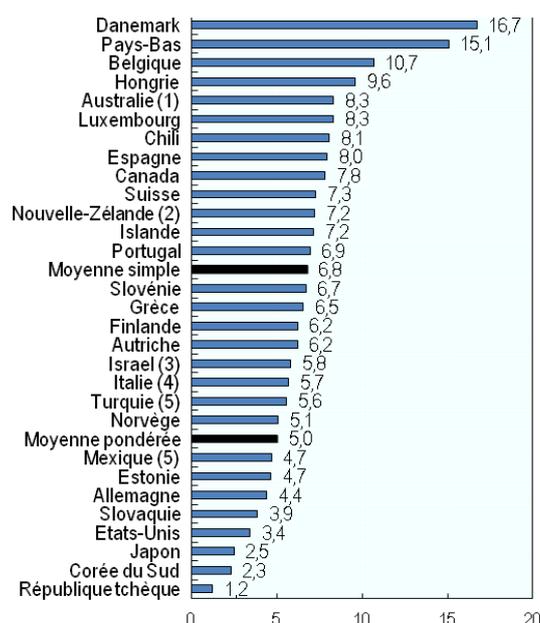


Source : OCDE, *Pensions Market in Focus*, édition 2015.

3. Rendements des actifs des fonds de pension

Au cours de l'année 2014, les rendements réels sur l'ensemble des fonds OCDE (nets des coûts de gestion et pondérés par les actifs) sont de l'ordre de 5 %, malgré le niveau bas des taux d'intérêts réels.

Rendement nets réels des placements des fonds de pension dans certains pays de l'OCDE, entre décembre 2013 et décembre 2014



Notes : (1) Juin 2013 à Juin 2014. (2) Mars 2013-Mars 2014. (3) nouveaux fonds uniquement. (4) net d'impôts et taxes. (5) Plans individuels uniquement.

Source: OECD Global Pension Statistics.

Les rendements réels exprimés nets des coûts de gestion varient en 2014 entre 1 % et 17 % selon les pays ; ils sont même négatifs dans des pays hors OCDE suivis par l'organisation. Les performances les plus basses semblent liées davantage à l'effet négatif des coûts de gestion et de l'inflation forte dans certains pays qu'au différentiel de performance des actifs.

Sur des horizons plus longs, à 5 ou 10 ans, les performances sont également très diverses, mais avec des rendements réels moyens très généralement positifs, même au cours des dix dernières années malgré l'ampleur de la crise de 2008.

**Rendements des fonds de pension en moyenne géométrique sur 5 et 10 ans,
nominaux et réels, dans une sélection de pays OCDE**

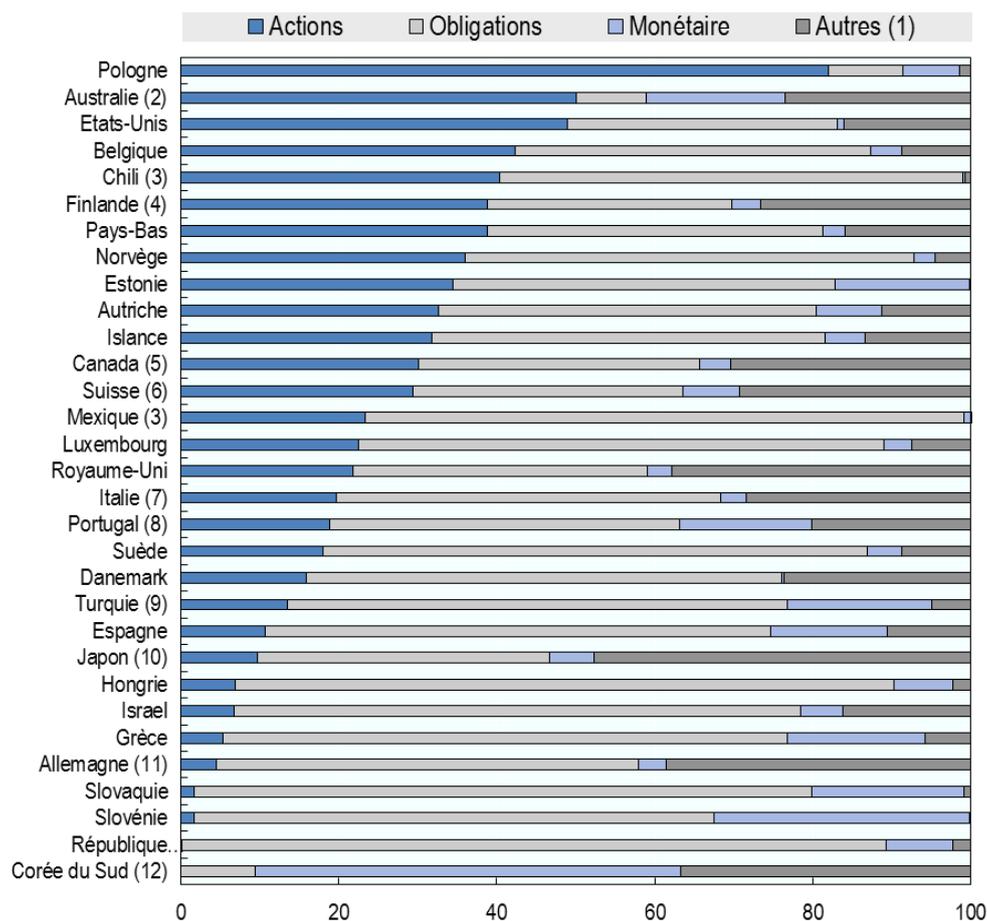
| Pays | Moyenne sur 5 ans | | Moyenne sur 10 ans | |
|----------------------|-------------------|------|--------------------|------|
| | Nominal | Réel | Nominal | Réel |
| Royaume-Uni (1) | 11,8 | 8,4 | 9,5 | 6,5 |
| Pays-Bas | 9,8 | 7,8 | 6,6 | 4,8 |
| Danemark | 8,9 | 7,1 | 7,3 | 5,4 |
| Australie (2) | 8,8 | 6,0 | 6,6 | 3,7 |
| Canada | 8,7 | 6,9 | 6,5 | 4,7 |
| Nouvelle-Zélande (3) | 8,6 | 6,3 | 5,9 | 3,3 |
| Mexique (4) | 8,2 | 4,1 | 7,2 | 2,9 |
| Islande | 8,0 | 4,5 | 7,6 | 1,7 |
| Chili | 7,1 | 3,7 | 7,1 | 3,5 |
| Belgique | 6,9 | 5,0 | 6,0 | 4,0 |
| Norvège | 6,6 | 4,9 | 6,2 | 4,2 |
| Israël (5) | 6,5 | 4,8 | 6,3 | 4,1 |
| Etats-Unis | 5,7 | 3,9 | 2,6 | 0,5 |
| Luxembourg | 4,7 | 2,8 | .. | .. |
| Autriche | 4,6 | 2,4 | 3,4 | 1,4 |
| Suisse | 4,6 | 4,8 | 3,6 | 3,3 |
| Espagne | 4,4 | 2,9 | .. | .. |
| Allemagne | 4,3 | 2,9 | 4,2 | 2,6 |
| Slovénie | 4,2 | 2,7 | .. | .. |
| Corée du Sud | 4,2 | 2,1 | 3,8 | 1,2 |
| Italie (6) | 4,0 | 2,4 | 3,8 | 2,0 |
| Estonie | 3,6 | 0,9 | 1,9 | -1,7 |
| Portugal | 2,9 | 1,3 | 3,9 | 2,3 |
| Japon | 2,5 | 1,8 | 0,6 | 0,3 |
| République tchèque | 2,3 | 0,6 | 2,5 | 0,3 |
| Slovaquie | 2,1 | 0,3 | .. | .. |

*Notes (1) sur 4 ans ou 9 ans, respectivement Dec 2009 - Dec 2013 et Dec 2004 - Dec 2013. (2) Juin 2009 - Juin 2014 and Juin 2004 - Juin 2014 respectivement. (3) Mars 2009 - Mars 2014 et Mars 2004 - Mars 2014 respectivement. (4) plans individuels uniquement. (5) nouveaux plans uniquement. (6) nets d'impôts et taxes.
Source: OECD Global Pension Statistics.*

4. Répartition des placements des fonds de pension

Les fonds de pension au sein de l'OCDE sont investis en 2014 à 51 % en bons ou obligations (jugés comme des placements sûrs), à 24 % en actions, à 10 % en monétaire, enfin à 15 % sur des classes d'actifs « non-traditionnels » comme le foncier ou les produits dérivés.

**Allocations des actifs des fonds de pension dans certains pays de l'OCDE
(en % des investissements), en 2014**



(1) "Autres" inclut prêts, terrains, bâtiments, contrats d'assurance non-alloués, hedge funds, fonds en actions privées, produits élaborés, autres fonds (en dehors de ceux mentionnés dans la légende) et autres investissements. (2) Source: Australian Bureau of Statistics (ABS). "Autre" très présent car intègre l'actif net des fonds de pensions des 'life office reserves' (14% des investissements). (3) Valeur estimée des produits dérivés détenus négative in 2014 : ne figure pas dans les allocations. (4) "Autre" très présent par le volume important de terrains et bâtiments (12% des investissements). (5) "Autre" très présent par le volume important d'actifs de régimes pour le secteur des investissements collectifs (17% des investissements). (6) "Autre" très présent par le volume important de terrains et bâtiments (17% des investissements). (7) "Autre" très présent par le volume important de contrats d'assurance non-alloués (22% des investissements) et d'immobilier (3%). 8. "Autre" très présent par le volume important de terrains et bâtiments (14% des investissements). (9) plans individuels uniquement. (10) "Autre" très présent par le volume important de titres émis de l'étranger (23% des investissements) et des comptes créditeurs et débiteurs (18% des investissements). (11) "Autre" très présent par le volume important de prêts (14% de l'investissement) et d'actifs de régimes pour le secteur des investissements collectifs (16% des investissements). (12) Autre" très présent par le volume important de contrats d'assurance non-alloués (34% des investissements).

Source: OECD Global Pension Statistics.

5. Des placements non-traditionnels pour des fonds en recherche de rendements élevés

L'OCDE a développé des outils d'analyse permettant d'apprécier cette tendance à des prises de risque plus élevées. La question posée est celle de la compétence des gestionnaires à évaluer le risque et de l'adaptation des fonds de pension à de telles pratiques.

Ainsi, en utilisant des données fines d'allocation des actifs sur la dernière décennie, l'analyse de l'OCDE permet de commenter quatre faits stylisés et d'apprécier leur importance : la substitution des obligations par des actions, le détournement des placements traditionnels au profit de nouveaux placements, l'évolution de la composition de ces nouveaux placements et la hausse des investissements à l'étranger. Pour chacun de ces faits stylisés, l'OCDE a tenté de montrer l'impact de la régulation bancaire au travers des limitations d'activité mises en place.

Dans les faits, la taille des marchés financiers favorise la dispersion des placements et donc le recours aux actions, aux produits non-traditionnels comme les terrains et bâtiments, ou les produits dérivés, sans pour autant atténuer le risque associé. Certains fonds mettent en place des plafonnements dans le recours à de tels instruments inhabituels.

Sur les marchés de taille inférieure, les placements se sont plus simplement tournés en partie vers les actions, sans aller jusqu'aux produits non-traditionnels. Une telle substitution s'est opérée à hauteur de 5 points pour ces marchés, par levée des limites aux recours aux actions parfois, et en réponse quasi-systématique à une baisse des rendements des obligations.

Cependant, ces marchés, compte tenu de leur taille, se tournent davantage vers les investissements à l'étranger. C'est le cas également des fonds de pension européens, qui investissent notamment aux Etats-Unis et en Europe. L'OCDE observe aussi que les marchés émergents (Chine, Inde) constituent une part non-négligeable des actifs des fonds de pension chiliens (5 %). Malgré la diversification à l'œuvre, le risque lié notamment aux évolutions du change reste présent. Neuf pays de l'OCDE voient la part des investissements de leurs fonds de pension à l'étranger dépasser 30 %, avec un maximum de 80 % pour les Pays-Bas.

Investissements à l'étranger des fonds de pension de certains pays OCDE, 2014 (en % de l'ensemble des investissements)

| Pays | 2014 |
|--------------------|------|
| Pays-Bas | 81,7 |
| Estonie | 77,7 |
| Slovaquie | 67,0 |
| Italie (1) | 57,3 |
| Portugal | 50,6 |
| Chili | 43,8 |
| Slovénie | 43,0 |
| Suisse | 40,9 |
| Canada | 33,0 |
| Norvège | 29,7 |
| Royaume-Uni (2) | 27,7 |
| Danemark (3) | 25,2 |
| Islande | 24,8 |
| Japon (4) | 23,2 |
| Israël | 17,7 |
| République tchèque | 13,4 |
| Mexique | 13,3 |

Source : OCDE, *Pensions Market in Focus*, édition 2015.

Au cours de la dernière décennie, la majorité des pays de l'OCDE ont vu globalement un déclin de la part des actions dans les placements de leurs fonds de pension, au profit à la fois des obligations et des produits non-traditionnels. C'est peut-être en partie en réponse à l'effondrement des rendements des actions au cours de l'année de la crise (2008)⁴. Ainsi, sur les dix plus grands marchés financiers de l'OCDE, les fonds de pension ont accru leur allocation dans les produits non-traditionnels au cours de la dernière décennie. Dans 5 de ces pays (Etats-Unis, Canada, Brésil, Royaume-Uni, Israël), cette réallocation des fonds a atteint 5 % des actifs. À l'inverse, les fonds australiens ont réduit la proportion des produits non-traditionnels détenus de 10 points.

Ces mouvements ont été rendus possibles par la liberté d'affectation des actifs dans les fonds des plus grands marchés financiers, ou par la levée de certaines limites sur d'autres marchés au cours de la dernière décennie. Cependant, peu de pays de l'OCDE autorisent qu'un fonds de pension investisse dans l'immobilier ou des produits dérivés. Quand cela est possible, une supervision particulière se met en place.

L'OCDE rappelle ainsi que les placements dans des investissements alternatifs, certes rémunérateurs, ne sont pas sans risques et incite les fonds à la prudence dans la recherche de rendements supérieurs.

⁴ Dans son rapport 2013 *Pensions Market in Focus*, présenté au Conseil en décembre 2013 (<http://www.cor-retraites.fr/IMG/pdf/doc-2137.pdf>), l'OCDE observait toutefois une ré-augmentation de la part des actions entre 2011 et 2012, après une chute importante dans l'immédiat après crise.