

Les expériences étrangères de fonds de réserve

Olivier Davanne
Professeur associé, Université Paris-Dauphine

La constitution de réserves financières au sein des régimes de retraite par répartition n'est pas une spécificité française. De nombreux pays essayent de la sorte de renforcer la solidité de leur système de retraite, certains depuis l'origine même de leurs régimes de retraite publics. Cette contribution, préparée pour la réunion du Conseil d'orientation des retraites du 27 septembre, présente brièvement une synthèse des expériences dans ce domaine aux Etats-Unis, au Canada, au Japon, en Suède et en Norvège¹.

Dans certains cas, la documentation disponible en français ou en anglais est assez pauvre, et des investigations complémentaires seraient utiles.

A/ L'objectif du fonds de réserve est très variable selon les pays. Ses missions peuvent parfois être redéfinies dans le cadre d'un pilotage régulier et à très long terme.

C'est au Canada² que la mission dévolue au fonds de réserve semble la plus claire depuis l'importante réforme votée en 1997. Les réserves existantes (environ 5% du PIB) vont être portées de 2 à 5 années des prestations du régime concerné (RPC) grâce à une importante surcotisation³. Ces réserves auront une nature structurelle : seuls les produits financiers seront à terme utilisés pour participer de façon stable au financement des retraites du système public. Du fait de ce fonds structurel, les cotisations (plafonnées) seraient stabilisées environ 2 ½ points sous le niveau nécessaire en l'absence de réserves. C'est certainement pour le Canada que le terme de « répartition provisionnée » semble le plus légitime. Notons cependant que le régime concerné – le régime complémentaire obligatoire – verse des prestations assez modestes (autour de 2,5% du PIB) de sorte que les masses financières en jeu ne sont pas considérables.

Le choix de la Suède paraît également assez clair, même s'il s'inscrit, semble-t-il, à l'opposé des choix canadiens. Depuis la création d'un système de retraites complémentaires obligatoires par répartition en 1960, la Suède dispose comme le Canada de réserves destinées à faciliter la gestion du régime. Mais contrairement au choix canadien, la très importante réforme de 1998 n'a pas cherché à renforcer directement la place jouée par ces réserves. Au-delà d'une révision en profondeur du fonctionnement du système en répartition, le choix a été fait d'introduire des comptes d'épargne individuels obligatoires⁴.

¹ Cette liste n'est pas exhaustive. Un fonds de réserve a notamment été créé récemment en Espagne et la question est en discussion en Belgique. Par ailleurs, en Asie, plusieurs pays ont accumulé des réserves importantes à l'instar du Japon : c'est notamment le cas de la Corée (environ 25% du PIB), de Singapour (plus de 60% du PIB) et de la Malaisie (environ 40% du PIB).

² Le Québec a son propre système, mais un haut degré d'harmonisation existe entre le système fédéral et le système québécois. La principale différence porte sur le mode de gestion des réserves. Nous y reviendrons.

³ Le taux de cotisation passe progressivement de 6% en 1997 à 9,9% en 2003, alors qu'à cet horizon un taux inférieur à 8% devrait suffire à équilibrer le régime. En principe, cette montée en puissance de la surcotisation doit être accompagnée de la baisse d'autres impôts.

⁴ La plus grande partie des retraites proviendra toujours du système en répartition. Par ailleurs, les suédois introduisent une forme très encadrée et collective de capitalisation. L'alimentation des comptes individuels est obligatoire, 2,5% des salaires, de façon à éviter que certains ménages ne réalisent un effort d'épargne insuffisant, et les supports d'investissement ont été présélectionnés par l'agence gouvernementale gestionnaire du système.

Les réserves très importantes accumulées dans le passé – **environ 40% du PIB** et un peu plus de trois années de prestations tous régimes – semblent ainsi appelées à reculer au cours des prochaines décennies. Elles ont cependant vocation à demeurer pour lisser les évolutions économiques et pour donner une marge de sécurité aux gestionnaires des régimes. En dépit de son importance actuelle, le fonds de réserve est très peu discuté dans les documents officiels suédois présentant la réforme de 1998.

Ces deux pays se distinguent par l'introduction de réformes assez radicales visant en principe à assurer une certaine stabilité des cotisations retraite sur le très long terme. Le rôle des réserves a ainsi dû être clarifié. Dans les autres pays, en dépit d'un effort de pilotage à long terme, voire très long terme, les conditions de l'équilibre financier futur n'ont pas été aussi clairement définies et une certaine ambiguïté pèse sur le rôle des réserves.

*En Norvège, l'alimentation du « petroleum fund » est récente, mais grâce à l'affectation de la plus grande partie des revenus pétroliers, des réserves considérables sont en passe d'être accumulées dans les 20 prochaines années (le fonds passant d'un peu plus de **20% du PIB** aujourd'hui à 120% du PIB dans certains scénarios). L'incertitude sur les prix futurs du pétrole rend cependant difficile une véritable planification à long terme. Par ailleurs, les sommes capitalisées dans le fonds peuvent être utilisées pour couvrir tout déficit public, quel qu'en soit l'origine, même si elles sont en principe destinées à faciliter le paiement des retraites futures. L'annexe décrit brièvement le système norvégien de fonds de réserve qui est moins connu que celui des autres pays.*

*Au Japon, une certaine ambiguïté semble également peser sur l'évolution future et l'usage qui sera fait des importantes réserves. Juste après la guerre, le principe d'un large provisionnement des engagements retraite avait été retenu. Les taux de cotisation aux différents régimes devaient en principe être fixés dès l'origine à leur niveau d'équilibre de long terme permettant de façon durable le financement des pensions. En fait, cela n'a pas été le cas et les réserves des régimes publics bien qu'importantes et toujours croissantes (environ **40% du PIB** et environ 6 années de prestations pour l'ensemble des régimes complémentaires) ne permettront pas d'éviter un fort relèvement des taux de cotisation au cours des prochaines décennies. Il y aura donc un arbitrage à rendre entre le niveau des pensions, la vitesse à laquelle les taux de cotisation seront relevés et l'évolution des réserves. Le système est piloté sur la base d'un rendez-vous quinquennal où sont examinées les perspectives à très long terme (60 ans) et l'évolution des réserves sous différentes hypothèses de taux de cotisation. Suite aux importantes réformes votées par la Diète en mars 2000 (indexation sur les prix plutôt que sur les salaires nets, augmentation de l'âge de la retraite et baisse des pensions à l'horizon 2025), on prévoit maintenant que le taux des cotisations des salariés du privé se stabilisera à 27,6% à partir de 2025 (17,35% à l'heure actuelle) et que les réserves baisseront progressivement en proportion des prestations (4 fois les prestations en 2040, 3 fois en 2060...).*

Au total, le statut des réserves n'est pas très bien défini : elles sont considérées comme structurelles, et d'ailleurs elles ne devraient pas baisser en yens courants, mais le ratio réserves/prestations serait divisé par deux dans les soixante prochaines années. La contribution des produits financiers au financement des retraites irait ainsi en diminuant. Ces projections ne sont cependant qu'indicatives et l'expérience montre que cette planification à long terme peut être sensiblement modifiée à chaque rendez-vous quinquennal.

Aux Etats-Unis, on retrouve aussi certaines ambiguïtés sur la fonction des réserves, mais les débats semblent beaucoup plus vifs sur le rôle du fonds et l'avenir du système de retraite plus généralement. Des décisions importantes sont probables après les élections présidentielles de novembre 2000. Comme au Japon, lorsque la « social security » fut créée en 1935, les engagements du système de retraite public étaient censés être provisionnés à 100%. En fait, au lieu d'être capitalisées comme prévu, les cotisations furent rapidement utilisées pour augmenter les pensions et les réserves restèrent assez limitées (en général autour d'une année de prestations). Elles étaient en voie d'extinction au début des années 80 quand une réforme importante, votée en 1983, a cherché à rééquilibrer le système de retraite public et planifié une très forte augmentation de ses réserves financières. Celles-ci atteignent maintenant près de 1000 milliards de dollars (**11% du PIB** et un peu plus de deux années de prestations) et croissent d'environ 130 milliards de dollars par an grâce à l'excédent très important du régime de retraite public par répartition. En dépit de cette forte augmentation des réserves, qui atteindraient quatre fois les prestations annuelles en 2010, ce fonds n'est pas un fonds structurel. A partir de 2025, d'après les dernières projections, si rien n'est fait, les dépenses dépasseront les recettes et le fonds commencerait à décliner. Il serait épuisé en 2037 et à cette date les cotisations reçues ne couvriraient que 72% des retraites versées (sans hausse des cotisations, ce ratio tomberait à 2/3 en 2075 et le déficit représenterait alors 2,2% du PIB).

Le pilotage du système de retraite public américain repose sur l'examen annuel des perspectives sur une période de 75 ans. Les observateurs commentent généralement surtout le scénario central, mais plusieurs variantes sont également proposées. Quand le déficit cumulé sur 75 ans atteint un niveau élevé, ces projections provoquent un intense débat public et une forte pression s'exerce sur le Congrès et le président pour qu'ils rétablissent les conditions de l'équilibre financier d'une manière ou d'une autre. Le dernier rapport annuel préparé par l'actuaire en chef de la sécurité sociale évalue le déficit cumulé 2000 – 2075 à 1,8 points de cotisation (c'est-à-dire qu'une hausse de 1,8 points des cotisations permettrait à l'excédent cumulé du système sur la première moitié du siècle de couvrir le déficit très important prévu en fin de période). Les retraites constituent un important thème d'affrontement entre les deux candidats à la présidentielle de novembre, Al Gore et George W. Bush. Les démocrates privilégient les solutions passant par un maintien des prestations et une augmentation des réserves, en profitant de l'excédent du budget fédéral, tandis que les républicains préfèrent un rééquilibrage financier basé sur une baisse des pensions dans un futur lointain. Des comptes individuels placés sur les marchés financiers seraient cependant créés, un peu comme en Suède, pour apporter un complément de revenu. Du fait de l'alimentation de ces comptes individuels, les recettes des régimes diminueraient dans les prochaines années et le fonds de réserve disparaîtrait beaucoup plus vite que dans les projections actuelles.

Ce rapide tour d'horizon appelle quelques remarques générales :

- Il est d'usage en matière de fonds de réserve de distinguer les « fonds structurels », comme au Canada, et les « fonds de lissage ». Les premiers apportent une contribution structurelle au financement des retraites grâce aux produits financiers qu'ils génèrent. Les seconds limitent leur ambition à faciliter les transitions (le « lissage » peut d'ailleurs aussi bien porter sur la hausse des cotisations que sur d'autres paramètres des régimes, comme l'âge de la retraite). L'expérience prouve que la situation n'est pas nécessairement figée. Le pilotage à très long terme des régimes de retraite peut s'accompagner d'inflexion dans l'usage qui est fait des réserves accumulées.

- Pour juger de l'importance des fonds de réserve existants, il ne faut pas s'arrêter au ratio réserves/prestations annuelles. Les réserves ne concernent parfois qu'une partie des régimes de retraite publics, par exemple les régimes complémentaires obligatoires, et plus généralement l'importance des régimes publics dans le financement des pensions varie beaucoup selon les pays (elle est environ deux fois plus faible au Canada et aux Etats-Unis qu'en Europe continentale). On parle ainsi beaucoup des réserves canadiennes (régime complémentaire RPC) qui ne représentent aujourd'hui que 5% du PIB contre environ 40% pour les réserves suédoises.

- Dans une large mesure, nous allons le voir, les fonds de réserve existants placent encore les sommes disponibles en obligations émises par leurs Etats respectifs. Ces placements ne contribueront véritablement à la gestion du choc démographique que si la dette publique est par ailleurs sous contrôle. C'est par exemple le cas aux Etats-Unis, mais pas au Japon. Il serait utile de compléter l'examen des sommes gérées par les différents fonds de réserve par une prise en compte de la situation globale des comptes publics des différents pays.

B/ Dans le passé les placements étaient de façon générale très tournés vers les obligations, mais la tendance actuelle hors des Etats-Unis est de développer les placements en actions dans le cadre d'une gestion déléguée et transparente.

Jusqu'aux années récentes, le souci de sécurité poussait la plupart des pays à privilégier les placements en obligations. La tendance actuelle est cependant à la diversification des placements pour améliorer le rendement des fonds. Des mécanismes de délégation de gestion, très variables selon les pays, sont alors mis en place pour éviter l'intervention directe des gestionnaires des régimes de retraite, et plus généralement des pouvoirs publics, dans la gestion des entreprises. Dans tous les pays, des règles strictes sont aussi mises en place pour assurer une grande transparence de la gestion et permettre son contrôle par le parlement et l'opinion publique.

Au Canada, un office d'investissement totalement indépendant a été mis en place. Son mandat est de « gérer prudemment et professionnellement dans l'intérêt des cotisants et des prestataires, afin d'obtenir un taux de rendement maximal sans risque excessif de perte ». La diversification des placements, aujourd'hui intégralement en obligations, sera progressive. Dans un premier temps, la gestion indicielle sera privilégiée, c'est-à-dire que les actions seront choisies de façon passive au prorata de leur poids dans la capitalisation boursière du marché considéré. La gestion indicielle assure en principe la neutralité des investissements réalisés sur les cours relatifs des différentes entreprises.

Notons qu'au Québec, qui a fait valoir son privilège constitutionnel et constitué un système de retraite complémentaire public séparé du système fédéral, bien que fortement coordonné, les réserves ont depuis le début été gérées de façon active et diversifiée. Elles ont d'ailleurs produit un rendement supérieur à celui obtenu sur les réserves du régime fédéral. Les fonds sont confiés à la Caisse de Dépôt et Placements du Québec qui a un double mandat : obtenir le rendement le plus élevé et contribuer au développement économique du Québec. Ce double mandat n'est pas sans poser des difficultés d'appréciation et la Caisse, en principe indépendante, a parfois été suspectée de financer des projets controversés à la demande des pouvoirs publics.

En Norvège également, la gestion est déléguée et une succession de « coupe-feu » ont été mis en place pour éviter l'intervention directe des pouvoirs publics sur les marchés financiers. La gestion des fonds est confiée par le ministère des finances à la banque centrale de Norvège, qui elle-même utilise pour une fraction importante des placements les services de gestionnaires externes. Comme au Canada, une grande place est également accordée à la gestion purement indicielle. Le ministère des finances détermine un « benchmark », c'est-à-dire un portefeuille de référence qui guide les choix de la banque centrale norvégienne entre grandes classes d'actifs financiers (environ 40% du portefeuille est placé en actions). Par ailleurs, compte tenu de la faible taille des marchés financiers norvégiens et dans l'optique d'un remplacement progressif de la rente pétrolière par des produits financiers en devises, la totalité des placements sont réalisés sur des marchés étrangers.

En Suède, la gestion est également déléguée à 6 fonds différents ayant chacun leurs objectifs de gestion. Un des fonds (AP-fund 6) est un des gros investisseurs suédois en capital risque au bénéfice des entreprises à forte croissance. La documentation disponible sur le système suédois de gestion des réserves est assez limitée et l'expérience suédoise de gestion financière diversifiée, déjà ancienne, mériterait un examen plus approfondi⁵.

Au Japon, le système de gestion des réserves est appelé à être profondément modifié à partir de l'année prochaine. A l'heure actuelle, 80% des fonds sont centralisés par le Trésor et rejoignent sur un compte dédié l'épargne des ménages, considérable, collectée par la Poste japonaise. L'ensemble constitue le fameux Second Budget qui participe de façon peu transparente au financement des investissements publics. Seuls 20% des fonds sont ainsi gérés par un établissement public, le Nempuku, dans l'optique d'obtenir le meilleur couple rendement/risque pour le système de retraite. La gestion de ces 20% est pour l'essentiel déléguée par le Nempuku à des banques, compagnies d'assurance-vie et sociétés de gestion. Les placements sont de plus encadrés par des règles strictes (qui limitent par exemple à 30% les placements en actions). A partir de l'année prochaine, ce système devrait être profondément revu et pour dynamiser la performance des placements, la partie des réserves gérées dans le cadre du second budget diminuera fortement.

Enfin, les Etats-Unis semblent pour l'instant à peu près seuls à persévérer dans la voie de placements exclusivement en obligations. Le président Clinton a certes proposé en janvier 1999 qu'une faible proportion de ces réserves soit investie en actions, après la mise en place des institutions garantissant une gestion indépendante, mais cette proposition s'est heurtée à l'opposition des républicains. Elle ne correspond guère à la culture américaine et, de fait, le candidat démocrate à la présidentielle, Al Gore, ne semble pas l'avoir reprise à son compte.

C/ La question de l'implication des partenaires sociaux dans la gestion des fonds de réserve étrangers devrait être approfondie.

Il existe peu de documentation sur l'implication des partenaires sociaux dans la gestion des différents fonds de réserve existants à l'étranger. De façon générale, comme nous l'avons souligné, le principe qui prévaut en général est celui de l'absence d'intervention directe dans la gestion des entreprises. Le choix spécifique des investissements se fait soit de façon passive (gestion indicielle), soit par délégation à des gestionnaires professionnels.

L'office ou administration en charge des réserves détermine surtout l'allocation « stratégique » entre grandes classes de risques (actions domestiques et étrangères,

⁵ Selon les sources disponibles, la part des actions dans ces réserves considérables se situerait entre un peu moins de 10% et près de 25%.

obligations...) souvent dans la limite de contraintes légales ou réglementaires. Les exceptions sont rares (Québec et peut-être certains fonds suédois dont il faudrait examiner le fonctionnement).

Les partenaires sociaux sont associés dans certains pays à ces choix stratégiques, mais cela ne semble pas être la règle générale.

Quelques références :

En général :

« L'investissement des réserves de la sécurité sociale : Québec, Etats-Unis, Japon », rapport du BIT, janvier 1999

Etats-Unis :

« The 2000 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds », Administration de la sécurité sociale, disponible sur : <http://www.ssa.gov/OACT/TRSUM/trsummary.html>

Canada :

« L'office d'investissement du régime de pensions du Canada », Ministère des Finances du Canada, disponible sur : <http://www.fin.gc.ca/newsf98/data/98-108f2.html>

« Le fonds de réserves du régime des pensions du Canada après la réforme », Laurent Vernière, Questions retraite, janvier 1999. Disponible sur :

<http://br.caissedesdepots.fr/dante/etude/question/fr/qr99-15.pdf>

Japon :

« Réforme et avenir des retraites : les enseignements de l'exemple japonais », Jean-François Estienne, La Documentation Française, 1999

« The Japanese budget in brief, 2000 », Ministère des Finances du Japon, disponible sur : <http://www.mof.go.jp/english/budget/brief/2000/brief09.htm>

Suède :

« The Pension Reform in Sweden, Final Report », ministère de la santé et des affaires sociales de Suède, Juin 1998, disponible sur :

<http://www.pension.gov.se/in%20English/final.pdf>

« La réforme du système de retraite suédois : l'apparition d'un nouveau modèle de réforme ? », Laurent Vernière, Questions retraite, septembre 1999. Disponible sur :

<http://br.caissedesdepots.fr/dante/etude/question/fr/qr99-21.pdf>

Norvège :

« The Government Petroleum Fund : A Short Introduction », Ministère des Finances de Norvège, disponible sur :

<http://odin.dep.no/fin/engelsk/economy/pl0001617/index-b-n-a.html>

« Management of the Government Petroleum Fund : Report for the first quarter 2000 », Banque centrale de Norvège, disponible sur :

http://www.norges-bank.no/english/petroleum_fund/reports/2000-01/index.html

Annexe : le fonds de réserve norvégien

Date de création : 1990, premiers versements en 1995.

Alimentation : part des revenus pétroliers revenant à l'État central norvégien.

Objectifs et mode de décaissement : l'objectif stratégique est double (lissage des importantes fluctuations des revenus pétroliers et accumulation de fonds pour financer les dépenses futures liées au vieillissement). Décaissements pour financer les déficits du budget central (hors recettes pétrolières). Dans les projections officielles, le fonds est censé atteindre sa taille maximum autour de 2020 à environ 120% du PIB.

Mode de gestion :

- gestion déléguée par le ministère des finances à la banque centrale de Norvège.
- investissement uniquement en titres étrangers,
- allocation des fonds encadrée par des directives très précises du ministère des finances. Jusqu'en 1997, investissements limités aux obligations. Depuis 1998, entre 50 et 70% en obligations et entre 30 et 50% en actions. Obligation de forte diversification des investissements (pas plus de 1% du capital d'une société doit être détenu par le fonds). La performance de la gestion est jugée relativement à un benchmark précis. La banque centrale de Norvège utilise notamment les services de gestionnaires externes, souvent spécialisés en fonds indiciels, pour avoir une performance très proche de son benchmark.

Montant capitalisé : près de 4 années de prestations en mars 2000 (264 milliards de couronnes, soit 32 milliards d'euros aux taux de change actuels).