

Faut-il céder aux charmes des fonds de pension ?



Comment trouver 7 milliards d'euros pour sauver le système français des retraites ?

Alors que d'importants arbitrages gouvernementaux sont en cours, la question d'introduire ou non des fonds de pension dans un système régi par le principe de la répartition se pose avec acuité.

Les fonds de pension sont, en France, les grands absents de la réforme des retraites à venir. Pourtant, à chaque remise en cause du système, la question se pose : dans un modèle par répartition, confronté à l'allongement de la durée de vie et à la montée du chômage, faut-il faire une plus grande place à la capitalisation ? Et l'interrogation vise en premier lieu les fonds de pension, qui en sont l'outil principal, surtout dans les pays anglo-saxons. Ces entités financières sont chargées de collecter et de capitaliser des cotisations des salariés ou des employeurs



Pierre-Alain Boscher,
directeur métier en Protection Sociale,
Optimind Winter

« La chute des taux de remplacement, surtout pour les hauts revenus, incite à envisager d'autres dispositifs générant de nouveaux revenus de remplacement. »

afin d'en verser le produit à leurs affiliés sous forme de rente ou de capital lorsqu'ils arrêtent leur activité », explique Anne Lavigne dans son ouvrage paru en 2013 : *Économie des retraites*. Initiative individuelle ou collective, ces fonds peuvent être à « prestations définies » – l'employeur s'engage sur un niveau de prestations – ou à « cotisations définies » – l'engagement porte sur le montant des contributions versées.

Actions, obligations, immobilier... les fonds de pension investissent dans tous les marchés. Ils en sont des acteurs incontournables, prenant des parts grandissantes dans les sociétés et gérant des sommes colossales. À l'image de Calpers, le premier fonds américain, qui gère 255 milliards de dollars ou du néerlandais PGGM, et ses 140 milliards d'euros d'actifs. Les chiffres donnent le tournis. Ainsi, la valeur totale des actifs gérés dans le monde (dont 57% par les États-Unis) a été évaluée par le cabinet Towers Watson à près de 30 000 milliards à la fin 2012, soit plus du double par rapport à 2002. Rapporté au PIB de chaque pays, les actifs pèsent pour 156% aux Pays-Bas, 118% en Chine, 112% au Royaume-Uni et 108% outre-Atlantique.

Un ancrage encore réduit en France

Mais ce modèle très apprécié des Anglo-Saxons est-il la solution pour pallier les 20 milliards de déficit du système français attendu en 2020 ? Difficile d'être catégorique car la situation est loin d'être tranchée. L'Hexagone n'a pas fermé la porte aux fonds de pensions. Ainsi, la Préfon permet à 370 000 fonctionnaires de bénéficier d'une épargne retraite facultative, tandis que divers produits financiers proches des fonds (Perco, Perp, etc.) ont été instaurés par la réforme de 2003. Mais leur succès est restreint. « En 2012, les cotisations étaient de 11,3 milliards d'euros (11,2 milliards en 2011) pour des encours de 151,4 milliards », indique le délégué général de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), Jean-François Lequoy. Plusieurs facteurs ont freiné leur développement. Solidarité intergénérationnelle et générosité des régimes de base en font partie. « La réglementation en matière d'exonération sociale et fiscale des cotisations est très restrictive et incite peu à la recherche de nouvelles solutions, complète Pierre-Alain Boscher, directeur métier en Protection Sociale, Optimind Winter. Les entreprises sont contraintes d'opter pour les solutions existantes, principalement orientées vers des leviers fiscaux, et donc issues de la réglementation. »

Pour autant, l'actuaire est persuadé qu'un système à la française est possible. « La chute des taux de remplacement (le pourcentage du salaire versé à la retraite, *nItr*), surtout pour les hauts revenus, incite à envisager d'autres dispositifs générant de nouveaux revenus de remplacement. Ce système pourrait reposer sur les bases existantes des régimes en points, adossés à des fonds regroupant plus largement des **»

POURQUOI LES PAYS-BAS FONT RÉFÉRENCE

Les retraités hollandais perçoivent en moyenne une pension équivalente à 105,5% de leur salaire moyen. Souvent encensé par la Commission européenne, le système de retraite des Pays-Bas repose sur trois piliers : le dispositif public AOW, une pension professionnelle complémentaire et une pension de retraite supplémentaire facultative.

L'allocation AOW, qui est une pension universelle par répartition, apporte entre 50 et 70% du salaire minimum et fonctionne selon le principe de la répartition, où les actifs cotisent pour les retraités.

Le second pilier du système néerlandais repose sur des **retraites collectives financées par les entreprises**. Donc sur des fonds de pension qui représentent la part la plus importante des pensions versées aux retraités. Pour assurer la pérennité du système, la gestion de ces fonds ne relève pas des entreprises et peut être prise en charge par les assureurs privés. Aux Pays-Bas, on recense trois catégories de fonds de pension : les sectoriels, qui sont liés à un secteur d'activité (BTP...); ceux qui sont choisis par les entreprises; et ceux qui sont rattachés aux professions libérales. Au total, 97% des Néerlandais sont affiliés à quelque 600 fonds de pension ! Enfin, le troisième et dernier pilier de ce système de retraite est une **forme d'assurance individuelle** (contrat d'assurance vieillesse) qui concerne essentiellement les professions indépendantes.

C.G.



Henri Sterdyniak,
 directeur du département
 économie de la mondialisation
 à l'OFCE

*« Les fonds de pension
 aggraveront
 les problèmes
 des retraites
 par répartition,
 car les générations
 devront cotiser
 deux fois :
 pour la répartition,
 c'est-à-dire pour
 leurs parents, et pour
 la capitalisation,
 donc pour leur propre
 retraite »*

*** entreprises diversifiées, ou appartenant à un même secteur d'activité. » Pour y parvenir, il s'agit, selon Jean-François Lequoy, d'aller vers plus de « stabilité fiscale » et d'autoriser les entreprises à verser des cotisations fluctuantes.

Rien qu'aux **États-Unis, le déficit des plus grands fonds a dépassé le seuil record des 20 milliards de dollars en 2012**

Une position que ne partage pas le directeur du département économie de la mondialisation à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), Henri Sterdyniak : « Les fonds de pension aggraveront les problèmes des retraites par répartition, car les générations devront cotiser deux fois : pour la répartition, c'est-à-dire pour leurs parents, et pour la capitalisation, donc pour leur propre retraite. Avec les conséquences suivantes : hausse des charges sur les entreprises, baisse de la consommation des ménages, hausse des subventions publiques et baisse des retraites promises. C'est, en filigrane, la problématique de la justice sociale qui

est abordée, les détracteurs des fonds critiquant un accroissement des inégalités et leurs partisans affirmant qu'ils sont plus équitables que le système par répartition.

Vers des fonds de pension moins vulnérables ?

Autre question cristallisant les débats, celle de l'instabilité et des risques inhérents à un système faisant dépendre les revenus des performances des marchés. Car les fonds se sont montrés particulièrement vulnérables en temps de crise. Entre janvier 2008 et juin 2009, ils ont perdu 3 900 milliards de dollars en raison de la chute brutale des marchés actions, associée au faible niveau des taux d'intérêts, qui accroît le montant des engagements. En parallèle, les rendements ont chuté et enregistré des performances négatives : -1,7% en moyenne en 2011 dans l'OCDE, selon les derniers chiffres disponibles. Résultat, les bilans ont viré au rouge. Rien qu'aux États-Unis, le déficit des plus grands fonds a dépassé le seuil record des 20 milliards de dollars en 2012 (source Russell Investments). Les entreprises ont alors vu leurs cotisations augmenter et les salariés leur capital diminuer. À cette situation vient s'ajouter une surexposition aux classes d'actifs les plus volatiles et des investissements dans des produits risqués, dont les CDO (*Collateralized Debt Obligation*) qui ont joué un rôle prépondérant dans la crise.

Toutefois, pour Sandrine Gorreri, membre de la Fondation IFRAP (*ibink tank* spécialisé dans les politiques publiques), la répartition n'est pas forcément une meilleure option en temps de crise. Ce système « souffre lui aussi car les entreprises sont au cœur du système de redistribution qui repose sur les salaires ». Il faut dire aussi que côté fonds de pension, la donne a changé.

« Une hausse des taux d'actualisation (servant à évaluer les engagements, *ndlr*) de 0,5% a été constatée au cours des six derniers mois », écrivait en mars Bob Collie, stratège chez Russell Investments. Or, l'intérêt d'une reprise des taux est qu'elle permet de faire baisser le montant des engagements et donc contribue à réduire le déficit des fonds... Avec la crise, les fonds ont par ailleurs revu leur allocation d'actifs, réduisant la voilure sur les actions, les pays à risque, les fonds spéculatifs et le capital-investissement pour privilégier l'immobilier, les infrastructures et les obligations d'entreprises. Ainsi, selon Towers Watson, la part des actifs alternatifs au sein des principaux fonds est passée de 6% en 1999 à 19% en 2012.

**Un choix politique soutenu
par la Commission européenne**

Depuis plusieurs années, le débat porte aussi sur le rôle des fonds dans le financement et dans la croissance de l'économie. « En France, nous encourageons l'épargne individuelle, mais elle est centralisée au niveau de la Caisse des dépôts et consignations. Le seul investisseur stratégique est donc l'État, explique Sandrine Gorreri. Avoir plusieurs acteurs pour diversifier le mode de financement de l'économie créerait une saine émulation. » En face, Anne Lavigne indique que « la capitalisation n'accroît pas l'épargne nationale *per se* puisque l'épargne susceptible d'être dégagée par les fonds « dépend du poids relatif des cotisants par rapport aux retraités, ainsi que des supports d'épargne alternatifs ». Pour Henri Sterdyniak, « relancer la retraite par la capitalisation n'aurait de sens que si l'on manquait d'épargne et que si la France se dotait d'une grande stratégie de relance par l'investissement productif. Ce qui n'est pas le cas ».

La question de l'introduction officielle des fonds de pension en France est donc loin d'être tranchée. Accroître la régulation, revoir les modes de gouvernance et les mécanismes de contrôle de risques pourraient pour certains « discipliner » les fonds de pension. Mais les divergences de points de vue ne seront que difficilement apaisées. Les choses pourraient néanmoins changer, puisque la Commission européenne souhaite que les fonds constituent à l'avenir l'un des principaux piliers des systèmes de retraite dans l'Union. ■

Vadim Grivot et Catherine Graciel

Sandrine Gorreri,
membre de la fondation IFRAP

*« Le seul investisseur
stratégique est l'État.
Avoir plusieurs
acteurs pour
diversifier le mode
de financement
de l'économie créerait
une saine émulation »*

D'IORP I à IORP II : les fonds de pension ajustés

Les fonds de pension participeront à l'actualité des prochains mois en Europe. L'Union a en effet décidé de revoir la directive qui régit leur activité, baptisée IORP, parallèlement à la réforme Solvabilité II. L'idée est d'appliquer aux institutions chargées des retraites professionnelles des règles prudentielles analogues à celles prévues pour les assureurs. Logique, explique dans une tribune en ligne Marc Voncken, associé chez PwC Luxembourg, « compte tenu des interactions actuelles entre les deux directives ». Pour Bruxelles, ce rapprochement est d'autant plus pertinent qu'assurance et fonds de pension présentent les mêmes profils de risques et sont en concurrence sur certains aspects du marché des retraites professionnelles.

Le projet a suscité une levée de boucliers de nombreux acteurs du secteur. Il est reproché à l'Union de passer outre les spécificités des fonds de pension, notamment en matière de mécanismes de partage et de transfert du risque. Les fonds sont également censés avoir un horizon d'investissement à plus long terme et être soumis à un risque différent de procyclicité en cas de crise financière. Enfin, la multiplicité des cadres réglementaires et législatifs en Europe a été pointée du doigt.

Le « bilan holistique » remis en cause

La première étude quantitative d'impact (QIS) entièrement consacrée aux fonds de pension n'a pas apaisé les tensions. Cette étude, dont les résultats publiés en juillet 2013 ont révélé une forte dispersion des impacts, a été qualifiée d'« échec » par l'association allemande des fonds de pension. Les modalités de calcul de l'approche retenue, basée sur le concept de « bilan holistique », manqueraient de précision, considère Nicolas Wesner, actuaire chez Mazars Actuariat, dans son article « La refonte de la directive IORP : problématiques quantitatives ». Selon lui, l'étude a cherché à prendre en compte le risque inflation et les caractéristiques d'investisseurs à long terme des fonds (via une prime d'adossement et une prime contracyclique). Toutefois, « l'utilisation de l'inflation implicite comme hypothèse d'inflation future peut paraître problématique » car elle « peut être biaisée du fait de l'existence d'une prime d'illiquidité dans le prix des obligations ».

Les critiques semblent avoir été entendues : la Commission a annoncé qu'elle présenterait cet automne une proposition de directive sur la gouvernance et la supervision des fonds, en excluant l'aspect solvabilité. Des études complémentaires vont être menées afin de traiter cet aspect spécifique, ce qui n'avait jusqu'ici jamais été envisagé (lire aussi l'entretien p. 16).

Vadim Grivot