

GESTION FINANCIÈRE DES CAISSES DE RETRAITE ET DES FONDS DE PENSION

LES SPÉCIFICITÉS NATIONALES

ANDRÉ BABEAU,

*Professeur, Université Paris-Dauphine
et Directeur du Centre de Recherche sur l'Épargne **

447

En 1990, les actifs gérés dans l'ensemble du monde par les institutions de protection vieillesse complémentaire (caisses de retraite ou fonds de pension) devaient être compris entre 16 et 18 000 milliards de francs. Mais huit pays - auxquels la France n'appartenait pas - regroupaient 90 % de ce montant et les Etats-Unis, à eux seuls, atteignaient presque 60 % du total (*voir [7], p. 282*).

C'est assez dire qu'en matière de protection vieillesse, malgré l'importance des sommes en cause, la capitalisation, qui est à l'origine de la plus grande partie de ces réserves, n'est pas - pas encore ? - très répandue. Le système de la répartition continue à l'emporter largement. La question de la spécificité de la gestion des réserves des caisses de retraite ou fonds de pension peut s'entendre de différentes façons.

1) Un premier niveau de réflexion pourrait bien évidemment conduire à comparer la gestion financière des caisses de retraite à celles d'autres " investisseurs institutionnels " ayant également à gérer des " stocks " importants provenant de flux financiers divers, mais qui ne sont pas principalement destinés au versement de pensions de retraite : institutions de prévoyance, compagnies d'assurance-vie ou d'assurance-dommages, fonds de placement... etc. La rai-

* Cet article a été rédigé à la suite d'une intervention le 13 décembre 1990 devant les caisses de retraite en relation avec la Caisse des dépôts et consignations.

son d'être de l'institution " caisse de retraite " induit-elle des particularités dans sa gestion financière ?

2) Un deuxième niveau de réflexion amènerait à s'interroger sur les conséquences du dualisme existant en matière de système de protection vieillesse, qu'il s'agisse des régimes obligatoires ou des régimes facultatifs : la coexistence, dans les pays où elle existe, de régimes gérés en capitalisation et de régimes gérés en répartition n'induit-elle pas, elle aussi, certaines spécificités ? Les réserves accumulées par les régimes de répartition et par les régimes de capitalisation n'ont évidemment pas le même objet ; de là naturellement des différences dans les montants accumulés, mais peut-être aussi dans les modes de gestion de ces réserves.

3) Dans un même pays, et pour des régimes gérés exclusivement en capitalisation, on pourrait aussi se demander si certaines spécificités dans la gestion financière n'apparaissent pas, par exemple, en raison de l'appartenance des fonds de gestion au secteur privé ou au secteur public. L'existence de contrats à prestations définies (un pourcentage du dernier salaire) ou, au contraire, à cotisations définies (pas d'engagement sur les résultats) induit certainement aussi des particularités dans la gestion des réserves.

448

4) Enfin, et c'est sans doute en fait le premier sujet de réflexion qui vient à l'esprit, les spécificités dans la gestion financière des caisses de retraite et fonds de pension ne sont-elles pas encore, d'abord et avant tout, nationales, déterminées par les réglementations et les modes de contrôle, par les structures familiales particulières, par la gamme plus ou moins large des actifs offerts et la hiérarchie particulière de leur rendement ?

Il serait évidemment trop long d'aborder dans le détail chacune de ces catégories de déterminants. Ce sont donc les particularités nationales que nous privilégierons dans les développements qui suivent, même si nous n'excluons pas, chemin faisant, la référence aux autres facteurs mentionnés.

Les spécificités dues à leur environnement institutionnel et réglementaire

On commencera par évoquer la réglementation générale en matière d'emploi des fonds, pour ensuite mentionner les dispositions de la législation fiscale qui peuvent conduire à certaines particularités dans la gestion des réserves.

La réglementation de l'emploi des fonds

Dans nombre de pays, la réglementation générale de l'emploi des fonds est plutôt moins précise pour les caisses de retraite que pour les compagnies d'assu-

rance. C'est le cas en France où l'article R 731-11 concernant les caisses de retraite n'édicte pas de règles très détaillées, alors que les institutions de prévoyance ont vu leur réglementation précisée en 1987 et que les placements des compagnies d'assurance sont réglementés, avec un certain détail, par l'article 332-1 du Code des assurances. Il faut cependant chez nous mentionner l'importance des règlements financiers établis par l'AGIRC et par l'ARRCO. S'agissant de l'étranger, nous avons tiré un grand parti du rapport récent de Watsons Europe (*voir [8]*).

En Italie et en Irlande, la réglementation des caisses de retraite ne comporte qu'un plafond en matière d'immobilier pour la première et de titres de l'entreprise commanditaire ("entreprise-mère") pour la seconde.

Dans certains pays, la réglementation concernant l'emploi des fonds est commune aux caisses de retraite et aux compagnies d'assurance : telle semble bien être la situation en Allemagne (section 54 de la loi du 13 octobre 1984) ; tel est aussi le cas des Pays-Bas, mais dans le cadre d'une réglementation extraordinairement libérale, à vrai dire la plus libérale des pays de la Communauté européenne.

Si l'on entre à présent dans le détail des réglementations, il faut d'abord observer qu'elles se traduisent en général davantage sous la forme de "plafonds" visant à éviter une trop grande spécialisation des portefeuilles dans des emplois comportant certains risques, que par des "planchers" imposant un minimum dans certaines catégories de placements.

449

De tels minima existent cependant en Belgique (15 % pour les emprunts publics), au Danemark (où 60 % des actifs doivent être employés en une combinaison comprenant soit des emprunts publics ou garantis par l'Etat, soit des prêts hypothécaires, soit de l'immobilier). En France, l'article 731-11 du Code de la Sécurité sociale en établissant un maximum de 50 % pour les placements autres que les valeurs de l'Etat ou jouissant de la garantie de l'Etat doit naturellement être interprété comme instaurant un minimum au profit de ces dernières.

Ces minima jouent donc souvent en faveur des titres d'Etat ou de titres bénéficiant d'une garantie des pouvoirs publics : résultat de la convergence des intérêts des émetteurs publics et de la nécessaire prudence qui doit caractériser les placements de ces institutions. La réglementation des emplois dans les pays développés est cependant plus souvent présente par application de plafonds à certains types de placements.

Une précaution fréquente concerne évidemment la place dans les fonds d'entreprise des titres de l'entreprise commanditaire du fonds (entreprise-mère) ; elle existe dans les pays où ces fonds occupent une place importante : au Royaume-Uni, le plafond de ces titres est de 5 % et en Irlande ces titres

sont totalement interdits ; aux Pays-Bas et en Belgique, l'interdiction est moins stricte puisque les plafonds sont respectivement de 10 et 15 %. En RFA, on estime au contraire aujourd'hui que 90 % des engagements des fonds de pension d'entreprise ont pour contrepartie des réserves comptables dont la constitution a été fiscalement encouragée au lendemain de la Seconde Guerre mondiale pour faciliter le financement de l'investissement dans les entreprises. Le risque pour les salariés paraît donc important au cours des phases de dépression de l'activité, justifiant ainsi l'obligation d'assurance qui est faite aux entreprises.

Les actions nationales ou *a fortiori* étrangères font également souvent l'objet de l'imposition de plafonds : les actions ne doivent pas, par exemple, dépasser 25 % des actifs des caisses de retraite en RFA et au Danemark et 30 % en Suisse. En France, le plafond théorique qui résulte de l'article 731-11 du Code de la Sécurité sociale serait de 50 %.

Les actions et obligations étrangères sont souvent soumises à une réglementation spécifique, qui est justifiée par la référence aux règles de " congruence " : ainsi la présence de titres étrangers semble-t-elle totalement interdite au Danemark et au Portugal, limitée en Allemagne à 5 % de l'actif des caisses pour les obligations étrangères et à 4 % pour les actions étrangères ; en Espagne, à 10 % pour les actions comme les obligations étrangères. En Suisse, la législation semble, à cet égard, moins restrictive puisque les actions étrangères peuvent occuper jusqu'à 25 % de l'actif des caisses de retraite et les obligations étrangères jusqu'à 30 %, à condition d'être libellées en francs suisses, mais seulement 20 % si elles sont libellées en devises (toujours la règle de congruence !).

Les parts de fonds de placements se voient également assez souvent imposer des plafonds : 25 % de l'actif en Belgique et en Allemagne, 20 % seulement au Portugal. Dans des pays comme la Suisse et l'Allemagne, il existe des titres de sociétés de placements dont la souscription est réservée aux caisses de retraite (*Spezialfonds*).

Le domaine de l'immobilier est, de son côté, fréquemment soumis à des règles de plafonnement : ces plafonds incluent alors assez souvent non seulement les placements en immeubles proprement dits, mais également les placements en titres de sociétés de placements spécialisées dans l'immobilier.

Le plafond des investissements dans l'immobilier est ainsi fixé à 50 % en Italie, 35 % au Portugal et 30 % en Suisse, mais dans ce dernier pays la possession d'actifs immobiliers étrangers est explicitement limitée à 5 % des actifs des caisses de retraite : malgré ce plafonnement, les caisses sont maintenant, en fait, en Suisse explicitement encouragées à réaliser des investissements immobiliers à l'étranger pour ne pas alimenter la spéculation foncière à l'intérieur du pays. En Allemagne, la réglementation concernant l'immobilier est plus limi-

tative et prévoit un plafond spécifique pour l'immobilier résidentiel (5 % seulement) et un autre pour l'immobilier de bureaux et d'entreprise (10 %). En Belgique au contraire, l'immobilier semble plus largement admis (40 % maximum, l'immobilier étranger étant totalement interdit), mais ce plafond doit cependant être partagé avec les prêts hypothécaires. Enfin, dans certains cas, le plafond concernant l'immobilier est plus élevé s'il s'agit d'immobilier résidentiel qui bénéficie aux salariés affiliés à la caisse de retraite (maximum de 80 % en Suisse dans ce cas).

Les prêts hypothécaires font, de leur côté, assez souvent l'objet d'un plafonnement, mais à un niveau plutôt élevé : 75 % en Suisse. En France, ce plafond est, on le sait, de 33 % et il est précisé qu'il doit s'agir d'hypothèques de premier rang sur des immeubles appartenant aux établissements et entreprises où est employé le personnel affilié à la caisse. Il n'est pas sûr cependant que ce type d'emploi soit toujours envisagé avec une grande faveur par l'autorité de tutelle.

Les prêts autres qu'hypothécaires sont assujettis à des limitations plus strictes en raison des risques contenus : 10 % de l'actif en France, on le sait, pour les prêts aux Comités d'entreprise, 15 % au Portugal.

Enfin, la présence de liquidités est souvent réglementée : elles doivent représenter au moins 3 % des actifs au Portugal, mais en Belgique les dépôts à moins d'un mois d'échéance ne doivent pas dépasser 10 %.

451

En France, la suppression du statut d'ENBAMM au 1^{er} septembre 1987 pour les compagnies d'assurances et les mutuelles (*voir 1*) a naturellement conduit, pour les gestionnaires, à d'importantes adaptations internes (création de services de gestion de trésorerie), mais a aussi entraîné une certaine élévation des performances constatées grâce au recours à des instruments tels que les SICAV et FCP de Trésorerie et les titres de créances négociables.

Les particularités des législations fiscales

On se limitera ici à évoquer les conditions d'imposition des résultats de la gestion des réserves des caisses de retraite (*voir [8]*) : les dispositions fiscales concernant le bénéfice courant comme les plus ou moins values en capital sont en effet susceptibles, dans certains cas, d'exercer une influence sur les choix de placements des caisses. Il est clair, par exemple, que l'exonération des plus-values, alors que le bénéfice courant est imposé, oriente les gestionnaires vers certains types de placements. L'exonération du revenu oriente au contraire les placements vers des titres dont les revenus sont normalement imposés au maximum, car ils ont alors des taux de rendement avant impôt élevés.

Il apparaît pour l'Europe que les résultats des caisses de retraite sont assez

souvent exonérés. En Allemagne par exemple, sous certaines conditions, les fonds de pension sont exonérés de l'impôt sur les bénéfices des sociétés ; sinon, leur régime d'imposition est le même que celui des sociétés d'assurance. En Italie, il arrive souvent que les fonds de pension ne payent pas l'impôt sur le bénéfice, parce que l'on ne considère pas qu'ils ont des revenus : il en résulte que les emprunts gouvernementaux dont les intérêts sont taxés à taux réduit sont spécialement intéressants pour les sociétés d'assurance qui, elles, payent l'impôt, mais pas pour les caisses de retraite. Au Royaume-Uni, les fonds de pension " approuvés " sont exonérés de la fiscalité sur les revenus des investissements et les gains en capital, sauf si certaines limites sont dépassées ou si les fonds de pension font commerce de titres. En Suisse, les fonds de pension, s'ils sont conformes aux principes en vigueur, sont exonérés de l'impôt sur les profits réalisés. Enfin, aux Pays-Bas, à la différence des compagnies d'assurance, les fonds de pension ne payent pas actuellement l'impôt sur les bénéfices des sociétés, mais une révision est amorcée qui conduirait à l'imposition des résultats d'une partie des réserves.

452

En France, l'article 20 du projet de loi de finances pour 1991, amendé en séance, stipulait que, pour les organismes sans but lucratif, tous les revenus qu'elle qu'en soit la nature seraient dorénavant exonérés de l'impôt sur les sociétés. Parallèlement, les plus-values financières réalisées par ces organismes auraient continué d'être exonérées ou auraient été taxées, mais seulement à 5 %.

Une telle modification aurait changé évidemment de façon substantielle les objectifs d'une gestion financière qui vise souvent actuellement à obtenir le plus possible de plus-values exonérées, notamment par des techniques comme celle du réméré. Mais cet article 20 n'a finalement pas été retenu dans le cadre de la procédure parlementaire de l'article 49-3. La situation de départ est donc maintenue avec des taux d'imposition qui selon les revenus sont de 0, 10 ou 24 %, avec en particulier des revenus immobiliers imposés à 24 % quand il s'agit des revenus d'un patrimoine physique et à 9 % s'il s'agit des revenus d'une SCI.

Pratiques et comportements de gestion financière des caisses de retraite

On peut *a priori* concevoir trois modes de gestion des caisses de retraite :

- la gestion propre dans laquelle la caisse doit elle-même disposer d'une équipe de gestionnaires spécialisés ;
- la gestion en partie déléguée à des tiers qui peuvent être des compagnies d'assurance, des banques, des sociétés de titres ou de bourse, des sociétés spécialisées dans la gestion ; il s'agit ici d'un type de gestion mixte où les caisses

conservent un certain contrôle sur les choix du gestionnaire ;

- la gestion totalement déléguée où l'organisme gestionnaire détient, comme dans le cas d'un particulier, un " mandat de gestion " et assure l'intégralité de celle-ci.

Suivant les pays, le poids relatif de ces trois types de gestion est fort variable.

En France, on sait que c'est la deuxième modalité correspondant à une gestion mixte qui est le plus développée avec un rôle important joué par les compagnies d'assurance. La gestion totalement déléguée aux sociétés d'assurance existe, mais elle semble minoritaire et aurait perdu du terrain au cours des années quatre-vingt puisque, selon la Centrale des portefeuilles de COREF, elle concernait encore 25 % de la valeur boursière des portefeuilles des caisses de retraite en 1980 et qu'elle n'en représentait plus que 19 % en 1988.

On ne peut malheureusement entrer dans le détail des modalités de rémunération de la gestion externe (quelques éléments sont fournis dans [8]). On se contentera dans ce qui suit d'insister sur les particularités des portefeuilles dans les différents pays ; les objectifs fixés et les rendements obtenus ; les évolutions en cours dans ce domaine.

Les particularités des portefeuilles des caisses de retraite et fonds de pension dans les différents pays

453

En France, les portefeuilles correspondant aux réserves des institutions consacrées à la retraite représentaient 83 milliards de francs à la fin de 1988. Le portefeuille global des compagnies d'assurance-vie était, à cette même date, un peu inférieur à 600 milliards.

Les structures moyennes de ces deux catégories de portefeuille différaient alors assez sensiblement : nettement plus d'obligations dans les caisses de retraite et nettement moins d'actions ; nettement plus d'immobilier encore dans les compagnies d'assurance, mais plutôt moins de prêts, ce dernier trait étant probablement caractéristique des relations que les caisses de retraite entretiennent avec les entreprises et les salariés affiliés.

En évolution, de 1983 à 1988, pour les caisses de retraite françaises, en ce qui concerne l'évolution de la composition des seuls portefeuilles de valeurs mobilières, il faut observer la forte croissance de la part de SICAV qui gagne près de 18 points entre les deux dates. Mais cette évolution est beaucoup moins nette pour les portefeuilles confiés avec mandat de gestion aux sociétés d'assurances et dont la structure est restée à forte dominante d'obligations, sans doute en raison des contrats d'assurance conclus entre les partenaires, ces contrats imposant en fait au gestionnaire une très grande prudence.

Si l'on tente maintenant de rapprocher la composition du portefeuille des

caisses de retraite françaises de celle du portefeuille des caisses de retraite à l'étranger (voir 7 et 8), plusieurs observations peuvent être faites :

- les obligations et emprunts nationaux occupent encore plus de 60 % des patrimoines en Italie, en Belgique et en France, alors que leur part tombe à 10 % au Royaume-Uni ;

- les actions nationales représentent plus de la moitié des actifs des caisses de retraite au Royaume-Uni où elles ont gagné 10 points en dix ans et près de 30 % en Irlande, mais à peine 3 % aux Pays-Bas ;

- les titres étrangers (actions ou obligations) correspondraient depuis plusieurs années à près de 40 % des patrimoines en Belgique et à plus de 15 % au Royaume-Uni et en Irlande, deux pays où ce pourcentage est en augmentation ; mais ces titres sont parfois totalement inexistantes ailleurs, en vertu de la réglementation évoquée ci-dessus (Danemark, Portugal par exemple) ;

- les placements en immobilier (immeubles ou titres fonciers) s'élèvent à près du tiers des patrimoines des caisses de retraite italiennes et encore à 18 % en Suisse, mais ne semblent jamais dépasser 10 % dans les autres pays ; en Italie, la part de l'immobilier paraît cependant avoir légèrement décru depuis 1980 au profit des emprunts et obligations ;

454

- les prêts (surtout non hypothécaires), consentis à des entreprises ou à des particuliers, occuperaient près des trois quarts des actifs des caisses de retraite hollandaises. La raison de cette importance des prêts pourrait être que, aux Pays-Bas comme d'ailleurs en Allemagne, le taux d'intérêt de ces prêts est plus élevé que celui des obligations négociées sur le marché.

Au total, l'analyse de ces portefeuilles fait ressortir deux " cultures " (voir [7], p. 315) : une culture anglo-saxonne (Royaume-Uni, Canada, Irlande, Etats-Unis) avec des placements en actions largement représentés, placements qui impliquent donc une forte dépendance par rapport aux fluctuations des marchés boursiers ; une culture de type européen continental (Suisse, Allemagne, Pays-Bas, France) où la part des obligations dans les portefeuilles reste prépondérante, avec, en conséquence, une forte dépendance à l'égard des taux d'intérêt et de l'inflation.

Objectifs fixés et rendements obtenus

Les concepts de la théorie moderne des portefeuilles (à niveau de risque donné, choix de la combinaison de placements conduisant au niveau de rendement plus élevé) ne peuvent pas être transposés sans précautions à la gestion des caisses de retraite. Ces concepts sont en effet surtout pertinents dans le domaine des valeurs mobilières où les informations sont généralement fiables et détaillées et où les marchés sont liquides ; mais les caisses de retraite effectuent également des placements en immobilier ou en prêts qui ne sont pas négociés sur les marchés (voir 4).

Les informations disponibles pour ces derniers placements sont souvent beaucoup plus rares et ne permettent guère de calculer les covariances des rendements dont la connaissance est cependant indispensable pour réussir, dans les meilleures conditions, la diversification du patrimoine.

En outre, les choix des gestionnaires s'opèrent sous la contrainte d'une réglementation qui peut ne pas être gênante à certains égards, mais plus gênante dans d'autres domaines, comme on l'a vu récemment dans plusieurs pays.

Au total, la référence à des règles d'optimisation des placements ne paraît cependant pas très fréquente de la part des gestionnaires, au moins dans un pays comme les Etats-Unis [3].

S'agissant des résultats obtenus, il est parfois difficile, pour un pays donné, d'obtenir des rendements calculés de façon identique pour les différents investisseurs institutionnels. *A fortiori*, dans les comparaisons internationales, convient-il d'être très prudent pour éviter de rapprocher des informations peut-être très hétérogènes. Le rapport élaboré par Watsons Europe [8] au premier semestre de 1990 se borne à fournir, pour quelques pays, les rendements nominaux (*asset returns*) des différentes catégories d'investisseurs institutionnels, sans d'ailleurs préciser, dans chaque cas, la méthodologie utilisée, ni se livrer à des comparaisons internationales. Nous observerons donc ici une grande prudence.

455

Pour notre pays, il n'existe pas, du moins pas encore, de publications fournissant les performances comparées des portefeuilles des différentes catégories d'investisseurs institutionnels. Cependant, on sait que, depuis 1982, l'AGIRC a élaboré un indice annuel de son portefeuille constitué du rapport entre l'accroissement du capital placé et le montant de ce capital. L'accroissement du capital se décompose en résultats sur réalisations de titres, revenus perçus au cours de l'exercice et plus-values latentes sur actions et obligations. Cet indice permet ainsi une analyse satisfaisante des résultats de deux années assez contrastées : + 17,60 % en 1988 contre - 0,6 % en 1987. Ce qui a changé évidemment entre les deux années, c'est beaucoup moins les produits financiers dégagés (revenus et plus-values réalisées), qui se situent aux alentours de 11 % pour chacune des deux années, que l'écart sur plus-values latentes : - 11,5 % en 1987, mais + 6,5 % en 1988. En 1988, la meilleure performance parmi les différentes institutions de l'AGIRC s'élevait à 25,5 % : elle correspondait à un portefeuille faisant une large place aux actions. En 1987, le classement de cette institution devait être naturellement plus modeste.

Au Royaume-Uni, les chiffres disponibles permettent de comparer les performances des diverses catégories de placements (*voir [4]*) ; en moyenne, sur les trois années 1987, 1988 et 1989, le classement est le suivant : les actions étrangères viennent en tête avec une performance de 24,6 %, suivies par

l'immobilier (20,8 %) ; viennent ensuite les actions britanniques (17,7 %) et enfin, assez loin, les obligations avec seulement 10,9 %, performance modeste si l'on tient compte du taux d'inflation du Royaume-Uni.

Toujours dans ce pays, en matière de mesure du risque, pour la période 1967-1985, ce sont les prêts et les actifs à court terme qui manifestaient la plus faible volatilité, à l'opposé des valeurs mobilières, les immeubles faisant apparaître une volatilité intermédiaire.

Dans l'important travail qu'il a consacré à la gestion financière des compagnies d'assurance et des fonds de pension (*voir [4], p. 15 à 17*), Davis estime que, de façon générale, les résultats de la gestion des fonds de pension devraient être supérieurs à ceux des portefeuilles des compagnies d'assurance. Trois raisons sont avancées.

La première est que, grâce au versement régulier des pensions, les réserves des fonds de pension ont moins de contrainte en termes de liquidité que les sociétés d'assurance-vie qui doivent parfois faire face à des demandes de remboursement (rachats) et à des versements de capitaux. Du côté de l'actif, cette stabilité permet de prendre davantage de risques et donc d'obtenir des rendements plus élevés. Ainsi, pour le Royaume-Uni, en ce qui concerne la période 1966-1985, le rendement réel moyen des fonds de pension a été de 5,1 % contre seulement 3,5 % pour les sociétés d'assurance-vie ; mais la variance de ce rendement réel a été, pour les fonds de pension, de 18 % supérieur à celui des portefeuilles d'assurance-vie.

La seconde raison avancée est que la concurrence intense qui règne sur le marché de la gestion des fonds de pension est à l'origine d'une assez grande transparence en ce qui concerne les performances obtenues et que cette rapide circulation de l'information devrait tirer le rendement moyen vers le haut. Mais on ne voit pas pourquoi cet argument ne serait pas aussi valable pour les portefeuilles des compagnies d'assurance.

Enfin, dernière raison invoquée, la réglementation plus stricte de l'emploi des fonds pour les compagnies d'assurance pourrait être, dans certains cas, à l'origine d'une gestion sous-optimale. Mais, pour certains, le plus grand professionnalisme des gestionnaires pourrait jouer en sens inverse.

Les évolutions en cours

Ces diverses observations constituent sans doute une assez bonne introduction à une réflexion sur les évolutions en cours. Plus que tout autre investisseur, les caisses de retraite continuent d'être préoccupées par la sécurité à long terme des placements qu'elles réalisent. Mais les préoccupations de sécurité sont maintenant à équilibrer avec le désir de réaliser un certain niveau de performance.

Plus exactement, la réalisation de l'objectif de sécurité ne passe plus néces-

sairement par les mêmes voies : les fluctuations des taux d'intérêt nominaux et de l'inflation ont révélé le risque inhérent aux placements en titres à revenus fixes. En l'absence de titres indexés, les gestionnaires se tournent vers des placements plus diversifiés où les actions, les fonds de placement et les titres étrangers occuperont sans doute une plus grande part. La gestion tend à se dynamiser par rapport à un comportement qui consistait parfois simplement à attendre que les obligations viennent à remboursement. En Allemagne, par exemple, les nouveaux textes de 1986 ont contribué à limiter la part des prêts et à accroître au contraire celle des actions, cotées ou non, de façon à faciliter la formation de fonds propres dans les entreprises (*voir [7]*). Mais la gestion d'un portefeuille d'actions demande évidemment d'autres compétences que celle d'un portefeuille d'obligations.

Aux Pays-Bas, les règles d'emploi pour le fonds de pension de la fonction publique civile, qui contrastaient avec la grande liberté laissée aux autres fonds de pension, sont en passe d'être assouplies : en particulier, la proportion de titres étrangers du portefeuille va être portée à 8 %.

Dans un pays comme la Belgique, la part des actions étrangères dans l'ensemble des portefeuilles des fonds de pension serait déjà proche de 18 %, comme d'ailleurs au Royaume-Uni ou en Irlande. Au Royaume-Uni, on s'attend que ce pourcentage atteigne 25 % en 1994 et 14 % à cette même date au Japon.

457

Au Danemark, on pense aussi que la réalisation du marché unique européen se traduira par une ouverture du portefeuille des fonds de pension sur les titres étrangers.

Aux Etats-Unis, le portefeuille étranger des caisses de retraite s'élèverait déjà à quelque 500 milliards de francs, mais cela ne représente encore que moins de 4 % du total des réserves. Cependant certaines caisses semblent en pointe avec 16 % : la caisse des sapeurs-pompiers de Caroline du Nord avec plus de 10 % de son patrimoine placé à l'étranger et celle des salariés du secteur public californien.

Au total, pour l'ensemble des fonds de pension des pays développés, on aboutirait en 1994 à un montant placé à l'étranger qui dépasserait 3 000 milliards de francs. L'argument théorique le plus fort en faveur de l'internationalisation de la gestion est qu'en raison de l'imparfaite corrélation des fluctuations économiques dans les différents pays, le recours à des actions étrangères permet de diversifier le risque lié à la conjoncture.

L'ouverture du portefeuille sur l'étranger risque cependant de continuer à se heurter à la règle de congruence, sauf, comme en Suisse, à s'appuyer sur des titres émis à l'étranger, mais libellés en monnaie nationale.

Ce qui pourrait être, en revanche, pour demain en Europe, c'est la redéfinition des règles de minimum concernant les titres d'Etat ou garantis par lui. L'application du principe de non-discrimination pourrait en effet conduire à l'apparition de titres à garantie européenne qui devraient être admis dans les planchers imposés.

Reste un dernier problème, mais qui n'est pas le moindre : dans certains pays (Etats-Unis et Royaume-Uni, mais sans doute aussi Suisse, Pays-Bas et même Danemark), la montée en puissance des fonds de pension en a fait les principaux interlocuteurs financiers de nombreuses entreprises (voir [5]). Que ces fonds soient actionnaires ou obligataires, ils ne peuvent plus vendre librement leurs lignes de titres sans déséquilibrer profondément le bilan de ces entreprises. Si les relations entre fonds de pension et entreprises ne peuvent plus passer par le marché, quelle devra être la nature des nouvelles relations à établir entre les deux partenaires ?

La gestion financière des caisses de retraite et fonds de gestion connaît donc, depuis quelques années, des évolutions importantes. Nul doute qu'en dépit des spécificités nationales encore importantes, des tendances communes sont apparues, qui ne peuvent que se confirmer d'ici la fin du siècle, en particulier dans l'espace européen.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- [1] *L'Argus*, L'ex-ENBAMM deux ans après, 29 octobre 1989.
- [2] Bodie Z., Pensions as Retirement Income Insurance, *Journal of Economic Literature*, mars 1990, pages 28 à 49.
- [3] Conley J.M. et O'Barr W.M., The Culture of Capital, *Harvard Business Review*, mars-avril 1991.
- [4] Davis E.P., Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds, *BIS Economic Papers* n° 21, Monetary and Economic Department, Bâle, 1988.
- [5] Drucker P.F., Reckoning with the Pension Fund Revolution, *Harvard Business Review*, mars-avril 1991.
- [6] Greenwich Associates Intersec Research Corp., Etude sur les placements des caisses de retraite américaines, *The Wall Street Journal*, 6 décembre 1990.
- [7] Lusenti G., *Les institutions de prévoyance en Suisse, au Royaume-Uni et en Allemagne fédérale-Placements financiers et politique sociale*, Editions Georg, Genève 1989, 496 pages.
- [8] Watsons Europe, *Investment Management Opportunities in Europe, A Sponsored Analysis of Assets of Pension Funds, Insurance Companies and Other Welfare Organisations*, exemplaire ronéoté, 169 pages, Londres janvier 1990.