



LES FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES

GEORGES CONSTANTIN *

BERNADETTE DURAND *

LAURENT VERNIÈRE *

Au cours des dernières années, de nombreux pays de la zone OCDE ont entrepris de créer ou de réformer des fonds de réserve pour les retraites, destinés à préfinancer une fraction des engagements des régimes publics de retraite par répartition.

Accumuler des réserves capitalisées revient en effet à organiser un préfinancement collectif d'une fraction des engagements futurs des régimes par répartition. C'est une innovation dans le domaine de la régulation et du pilotage des régimes de retraite. Cela signifie en effet que les régimes de retraite bénéficiaires ne fonctionneront plus selon la technique de la répartition pure qui exige que, chaque année, les dépenses soient couvertes par les recettes, mais selon une technique de répartition pluriannuelle qui, au-delà de la répartition annuelle, distingue des phases successives d'accumulation et d'utilisation des réserves de sorte que les régimes soient globalement équilibrés sur plusieurs dizaines d'années. À paramètres de liquidation des pensions inchangés, le taux de cotisation n'est plus fixé pour équilibrer à chaque instant les recettes et les dépenses. Il s'agit là d'une nouvelle vision de la solidarité intergénérationnelle afin d'optimiser les phases ainsi que les modalités de la gestion financière du fonds. Les gestionnaires devront prévoir et programmer sur une longue période les principaux paramètres de fonctionnement des régimes de retraite.

La création en France d'un Fonds de réserve pour les retraites n'est pas une expérience unique. De nombreux pays ont déjà organisé l'accumulation de réserves collectives capitalisées au sein de leurs régimes de retraites par répartition (cf. article de Laurent Vernière, ce même numéro). La phase d'accumulation résulte pour l'essentiel d'un effort de surcotisation demandé aux actifs, dotation budgétaire ou recettes externes (pétrole, privatisation...). La phase d'utilisation des réserves permet de diminuer les taux de cotisation en deçà du taux normal de la

* Caisse des dépôts et consignations, Branche retraite.

répartition, en particulier pour faire face à des excédents démographiques bien évalués dans le temps (« papy boom »).

LA FONCTION DE LISSAGE DES TAUX DE COTISATION PAR LE FONDS DE RÉSERVE

Le Fonds de réserve dans un régime par répartition constitue une assurance contre l'augmentation brutale et continue des taux de cotisation nécessaire en particulier pour faire face à l'arrivée à la retraite des générations du baby boom. L'épargne collective préalablement accumulée est utilisée ultérieurement comme 3^e financeur. Ce système de lissage permet une évolution maîtrisée et régulière des taux de cotisation.

Mais cette opération ne constitue pas et ne se substitue pas à une réforme du régime de retraite lorsque celui-ci n'est pas actuariellement équilibré. C'est une politique d'accompagnement destinée à atténuer le choc de ruptures brutales qu'impliquerait le maintien de la répartition pure.

Un fonds de réserve peut être alimenté par deux sources :

- une surcotisation temporaire : pendant la période d'accumulation des réserves, les cotisations sont appelées à un taux supérieur à celui de la répartition pure ;
- des abondements externes, c'est-à-dire l'affectation d'apports financiers externes au régime de retraite ;
- les produits financiers issus du placement des réserves accumulées alimentent également le fonds de réserve.

Le montant du fonds de réserve va varier au cours du temps et dépendre de plusieurs paramètres :

- la longueur de la période pendant laquelle la procédure de lissage est mise en œuvre. Au terme de cette période, deux situations peuvent se présenter : soit le taux de cotisation lissé rejoint le taux de cotisation de la répartition pure après épuisement du fonds de réserve, soit il est fixé à un niveau inférieur au taux de la répartition pure avec un fonds de réserve permanent produisant des revenus financiers qui complètent les recettes du régime ;
- le montant des abondements externes durant toute la période de lissage ;
- le taux de surcotisation temporaire pendant la phase d'accumulation des réserves ;
- le taux de rendement des actifs financiers dans lesquels les réserves sont investies.

Les trois premiers paramètres peuvent être considérés comme des variables exogènes dans les mains des gestionnaires qui pourront les choisir en fonction des cibles qu'ils visent : la durée du lissage et le



montant du fonds de réserve au terme du lissage. Cette notion de cibles est importante car elle permet d'une part de structurer la politique de retraite pour les 20 ou 30 années à venir et, d'autre part, de fixer le taux de cotisation souhaité.

Les réserves n'ont pas pour fonction de préfinancer et de couvrir la totalité des engagements des régimes par répartition. Elles sont utilisées pour répartir le risque constitué par les fluctuations démographiques sur un grand nombre de générations, en évitant de faire supporter aux générations creuses d'actifs la totalité de la charge du financement des retraites des générations nombreuses de retraités. C'est pourquoi le financement et l'équilibre financier des régimes par répartition sont appréhendés non pas dans un cadre annuel, mais sur une période pluridécennale.

Par construction, l'accumulation d'un fonds de réserve utilisé lorsque les indicateurs démographiques sont dégradés, est destinée d'abord à lisser les variations (à la hausse ou à la baisse) projetées des taux de cotisation.

Ce dernier argument a été prédominant dans les pays ayant très tôt accumulé des réserves dans leurs régimes par répartition (Canada, Suède, Japon). L'intérêt de disposer d'une épargne longue l'emportait sur les autres considérations dans une période où il s'agissait d'élargir la capacité productive de leurs économies.

LA GESTION FINANCIÈRE DU FONDS DE RÉSERVE

À la question du partage du risque entre les générations s'ajoute celle de l'impact de la stratégie d'investissement du fonds de réserve sur le fonctionnement des marchés financiers. Les gestionnaires du fonds de réserve doivent en effet faire des choix de portefeuille destinés à diminuer le risque et à maximiser le rendement.

Cependant, en raison des caractéristiques particulières des réserves collectives, de nombreuses interrogations subsistent qui impliquent que le législateur définisse au préalable le domaine d'intervention de ces gestionnaires et spécifie clairement les arbitrages risque/rendement qu'ils peuvent suivre.

Parmi les problèmes soulevés par les investissements financiers d'un fonds de réserve, on peut citer :

- le montant du fonds investi en actions : le marché boursier est-il capable d'absorber la totalité des réserves ou seulement les surplus annuels ? À quel rythme, selon quel calendrier ?
- la composition du portefeuille : faut-il investir uniquement en actions, en actions des seules grandes entreprises, dans des fonds indiciels, dans des titres étrangers... ? Existe-t-il suffisamment de titres de bonne qualité



pour satisfaire les besoins d'investissement de toutes les catégories d'épargne retraite ?

- les influences subies par les gestionnaires : comment préserver les gestionnaires des influences politiques dans leurs choix de portefeuille dès lors que les réserves sont collectives au sein de régimes publics par répartition ?

- les effets des investissements financiers du fonds de réserve sur le rendement des différentes classes d'actifs : selon certains, on peut craindre une augmentation du prix des actions et une diminution de leur rendement et, corrélativement, une diminution du prix et une augmentation du rendement des obligations.

Il est intéressant à cet égard d'évoquer les débats intenses, académiques et politiques, qui ont eu lieu aux États-Unis et au Canada il y a quelques années, à l'occasion de réflexions sur la modification de la politique de placement de leurs fonds de réserve importants, essentiellement investis en obligations.

Il s'agissait en l'occurrence d'étudier une réallocation du portefeuille en faveur des actions, afin de bénéficier de l'opportunité d'accroître les produits financiers dans une période de hausse des indices boursiers. Cette réallocation constituait un atout dans les mains des pouvoirs publics au cours du processus de réforme des régimes publics de retraite : en optimisant le rendement financier du fonds de réserve, l'objectif était de disposer d'une marge de manœuvre budgétaire qui permette de limiter et de rendre acceptables les ajustements dans les régimes de retraite existants.

Dans le contexte américain, trois aspects ont été particulièrement explorés :

- le principe de l'investissement en actions en général, c'est-à-dire ce qui justifie économiquement le choix de ce support pour le placement de réserves collectives, abordé au travers de deux questions :

- comment rendre plus efficace le partage intergénérationnel des risques ?

- quelle sera l'évolution à long terme de la prime de risque (*equity premium*) mesurée par l'écart entre le rendement des actions et le taux sans risque des obligations ?

- l'impact de la réalisation éventuelle du risque associé au placement en actions sur les paramètres des régimes de retraite, en particulier sur les taux de cotisation : il s'agissait d'évaluer l'effet financier de la réalisation de mauvaises performances boursières du fonds de réserve, de déterminer qui supportait le risque (cotisants et/ou retraités) et le degré d'acceptabilité du risque additionnel ;

- les conséquences de la détention d'actions par les pouvoirs publics *via* le fonds de réserve : d'une part, le choix des titres des entreprises ou des

activités dans lesquels investir le fonds de réserve pouvait être influencé par des considérations politiques, ce qui pouvait à la fois déséquilibrer le cours de ces titres mais aussi conduire à une sous-performance en termes de rendement, d'autre part, la relation avec la *corporate governance* des entreprises au travers de l'exercice des droits de vote.

Le débat au Canada a été de moindre ampleur, sans doute, d'une part, parce que le projet de réforme du régime des pensions du Canada a été rapidement adopté, et, d'autre part, parce que la réforme avait été explicitement conçue autour d'un renforcement de l'action du fonds de réserve : il avait pour vocation à devenir permanent afin de jouer le rôle d'un « troisième financeur » allégeant d'autant les cotisations. Dans ces conditions, la réduction des taux de cotisation par rapport à la répartition pure dépendait directement du rendement des investissements financiers du fonds de réserve. La principale question concernait le choix de la méthode pour obtenir le résultat escompté. Les autorités canadiennes ont choisi d'une part de créer un Office d'investissement indépendant, c'est-à-dire sans lien avec les pouvoirs publics et disposant de la plénitude des moyens pour déterminer la politique d'investissement, et d'autre part de fixer par la loi les « règles du jeu » qui s'imposent à cet organisme en matière de gestion administrative et financière des réserves.

Bien que les débats aient été vifs et que des décisions aient été prises, il est intéressant de noter que, tant aux États-Unis qu'au Canada, les pouvoirs publics ont été extrêmement prudents dans leur démarche, principalement en raison du statut des réserves collectives. Celles-ci pré-financent partiellement les engagements de régimes par répartition, c'est-à-dire des régimes qui garantissent un taux de remplacement. De ce fait, les perspectives de rendement à long terme et les risques liés à la détention d'actions ne doivent pas remettre en cause les objectifs de ces régimes de base. Le problème est donc d'apprécier comment le couple rendement/risque relatif aux actions va évoluer sur une longue période et quel sera son impact en termes de distribution des risques sur les différentes cohortes.

LE FONDS DE RÉSERVE FRANÇAIS

La France est à ce jour assez éloignée de la situation de ces deux pays. La principale différence par rapport aux États-Unis et au Canada vient de ce que la constitution de réserves a lieu en France au sein de régimes de retraite au moment où ils sont arrivés à maturité : les possibilités de surcotisation afin d'abonder le fonds de réserve sont donc assez limitées. Mais même si la constitution de ce fonds intervient « tardivement » dans l'évolution démographique, son intérêt n'en est que renforcé compte tenu du prochain effet « papy boom ».

Rôle du Fonds de réserve pour les retraites

La loi n° 2001-624 du 17 juillet 2001 a créé l'établissement public administratif « Fonds de réserve pour les retraites » dont la mission est exclusivement dédiée à la constitution de réserves en faveur des régimes d'assurance vieillesse ayant accompli un effort de redressement financier : le régime général (CNAVTS) et les régimes alignés (salariés agricoles, ORGANIC et CANCAVA). Selon les déclarations gouvernementales, les autres régimes seront susceptibles de bénéficier de l'intervention du Fonds de réserve au fur et à mesure de leur réforme.

Doté initialement de 305 K€, il a été mis en place pour « consolider les régimes par répartition », confrontés prochainement aux conséquences de l'arrivée à l'âge de la retraite des générations nombreuses du baby boom. Les ressources du fonds sont indisponibles jusqu'en 2020. D'après les orientations générales du gouvernement annoncées au cours de l'année 2000, 150 Md€ devraient être accumulés jusqu'en 2020 pour être utilisés après cette date afin de contribuer au financement des retraites des générations du baby boom. La création du Fonds de réserve semble retenir en priorité la fonction de lissage des taux de cotisation.

Ressources du Fonds

6

La loi prévoit des ressources d'origines très diverses pour le Fonds de réserve :

- 1) une fraction, arrêtée par les ministres chargés de la sécurité sociale et du budget du solde du produit de la contribution sociale de solidarité à la charge des sociétés (CSSS) ;
- 2) tout ou partie du résultat excédentaire du Fonds de solidarité vieillesse (FSV) mentionné à l'article L. 135-1, dans des conditions fixées par arrêté des ministres chargés de la sécurité sociale et du budget ;
- 3) le cas échéant, en cours d'exercice, une fraction, déterminée chaque année par arrêté ministériel, de l'excédent prévisionnel de l'exercice excédentaire du FSV ;
- 4) les excédents en cours et en fin d'exercice de la CNAVTS ;
- 5) une fraction égale à 65 % du prélèvement de 2 % sur les produits du patrimoine ;
- 6) les recettes tirées de la cession des licences de téléphonie mobile de troisième génération ;
- 7) les sommes consignées à la Caisse des dépôts et consignations au terme de la prescription trentenaire correspondant à des sommes issues de l'intéressement ou de la participation et non réclamées par les salariés ;
- 8) la contribution sur l'abondement des plans partenariaux d'épargne salariale volontaire (PPESV), soit une contribution de 8,2 % sur les abondements supérieurs à 2 300 euros par an et par salarié ;

- 9) toute autre ressource affectée au Fonds de réserve pour les retraites (produit de privatisation d'entreprise par exemple, affectation du produit de la vente des actifs des caisses d'épargne) ;
 10) le produit des placements effectués au titre du Fonds de réserve pour les retraites.

Les ressources affectées feront partie chaque année des lois de financement de la sécurité sociale.

À l'inverse des nombreux fonds étrangers, on observera la faiblesse relative des ressources pérennes du Fonds.

Le tableau n°1 présenté ci-après retrace le financement du Fonds de réserve pour les retraites figurant dans les comptes de la sécurité sociale de septembre 2002.

Tableau n°1
Les ressources du fonds
 (en M€)

Produits	1999	2000	2001	2002	2003
Recettes propres pérennes	0	890,0	971,9	1248,7	1277,3
Versements d'excédents	304,9	767,4	770,1	1518,3	1653,0
Recettes exceptionnelles	0	1175,5	1956,7	2577,2	567,5
Produits financiers	1,5	33,1	163,3	235	503,3
Charges	0,2	3,4	21,9	5,7	5,0
Solde cumulé	306,3	3168,9	7009,0	12582,7	16578,8

Source : les comptes de la sécurité sociale - septembre 2002.

Les ressources annuelles du Fonds, augmentées des sommes produites par la gestion financière dont l'objectif est estimé au taux réel de 4 % par an sur la période, devraient d'après les estimations gouvernementales, conduire à une accumulation de réserves de l'ordre de 150 Md€ (1000 MdF) en 2020, date à partir de laquelle le Fonds devrait commencer à soutenir les régimes de retraite concernés.

Fin 2002, les montants indiqués dans les comptes de la sécurité sociale (cf. supra) devraient être atteints, soit environ 13 Md€ et la prévision de 17 Md€ pour fin 2003 semble réaliste. L'hypothèse centrale de constitution des ressources du Fonds table sur un montant d'environ 4,6 Md€ par an pendant 20 ans, valorisée au taux réel de 4 % l'an. Pour le moment, si ce n'est le décalage de calendrier évoqué ci-après, rien n'indique un écart significatif par rapport à ce schéma de départ.

Organisation de l'établissement public FRR

L'établissement public Fonds de réserve pour les retraites est géré par 4 acteurs :

- son conseil de surveillance, chargé de fixer les orientations générales de la politique de placement, de contrôler les résultats, d'approuver les comptes annuels et d'établir un rapport public annuel sur la gestion du Fonds. Il est composé de 20 membres : parlementaires, partenaires sociaux, représentants des tutelles, personnalités qualifiées désignées par le gouvernement ;

- son directoire, composé de 3 membres, dont le directeur général de la Caisse des dépôts qui en assure la présidence. Le directoire assure la direction de l'établissement et est responsable de sa gestion. Il propose au conseil de surveillance les orientations de la politique de placement, met en œuvre les orientations retenues et contrôle le respect de celles-ci. En particulier, il sélectionne les gérants financiers. Il rend compte régulièrement au conseil de surveillance :

- des entreprises d'investissement choisies par appels d'offres, qui effectuent la gestion financière ;

- la Caisse des dépôts, qui assure sous l'autorité du directoire la gestion administrative du Fonds de réserve, la préparation de la stratégie de placements et la sécurité du dispositif et le contrôle des gestionnaires financiers selon des modalités fixées par décret en Conseil d'État. La loi précise que cette activité est indépendante de toute autre activité de la Caisse des dépôts et de ses filiales.

8

L'ensemble du dispositif devait être mis en place au plus tard le 1^{er} juillet 2002, date à laquelle les fonds gérés par le Fonds de solidarité vieillesse devaient être transférés au nouvel établissement public. Avec quelques mois de retard, le conseil de surveillance et le directoire sont en instance de nomination. Les fonds sont gérés depuis le 1^{er} juillet par l'Agence centrale du Trésor pour le compte du FRR.

Gestion financière du Fonds

Le décret du 19 décembre 2001 relatif au FRR prévoit les dispositions suivantes :

« Art. R. 135-29.

I - Le fonds de réserve pour les retraites ne peut employer :

1 - plus de 5 % de son actif en instruments financiers d'un même émetteur, à l'exception :

a) des instruments financiers émis ou garantis par un État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, par la caisse d'amortissement de la dette sociale ;

b) des parts ou actions des organismes de placement en valeurs mobilières dont le portefeuille est exclusivement composé des instruments financiers visés au a ;

2 - plus de 25 % de son actif en actions ou titres donnant accès au capital d'entreprises ayant leur siège social hors de l'Espace économique



européen ou non négociés sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché en fonctionnement régulier d'un pays tiers membre de l'Organisation de coopération et de développement économique ; les autorités compétentes de ce pays tiers doivent avoir défini les conditions de fonctionnement, d'accès et d'admission aux négociations et imposé le respect d'obligations de déclaration et de transparence ;

3 - plus de 3 % des actions ou titres participatifs d'un même émetteur.

II- Le fonds de réserve pour les retraites peut procéder à des opérations d'achat ou de vente sur les marchés à terme réglementés à condition de ne pas engager plus d'une fois son actif sur ces marchés.

III- L'exposition au risque de change ne peut excéder 20 % du total de l'actif.

IV- Les droits de vote sont exercés par les mandataires du fonds dans les seuls intérêts du fonds. »

Un fonds de réserve n'est qu'un élément d'un dispositif de réformes destinées à maîtriser la charge financière des retraites. À défaut des hausses de taux de cotisation nécessaires pour équilibrer les comptes des régimes de retraite pourraient devenir extrêmement importantes, voire insupportables pour les actifs.

Cela signifie que les pouvoirs publics conduisent la politique de retraite dans une perspective de long terme. Il faut en effet programmer l'accumulation puis l'utilisation des réserves et, en conséquence, fixer un calendrier des taux de cotisation sur une période suffisamment longue.

Ainsi, pour que le provisionnement partiel des engagements des régimes ait un effet sensible sur le coût des retraites après 2020, différentes simulations montrent qu'il faut avoir accumulé au bout de 20 ans des réserves représentant au moins l'équivalent de 4 points de PIB. Cet effort pourra être d'autant mieux accompli et accepté si des réformes allégeant le coût des retraites sont mises en œuvre rapidement. Cette situation vient en partie de la date tardive à laquelle la décision a été prise de créer un fonds de réserve. Il reste en effet que peu d'années avant l'arrivée à l'âge de la retraite des premières générations du baby boom

Dans ce cadre, la gestion financière du Fonds de réserve devient une composante essentielle de la politique de retraite, et les performances financières du fonds un atout supplémentaire pour alléger le coût des retraites.

BIBLIOGRAPHIE

VERNIERE Laurent (1998), « Les réserves capitalisées dans les régimes de retraite par répartition » *Questions retraite* n° 98-08, février.

VERNIERE Laurent (1999), « Le fonds de réserve du régime de pensions du Canada après la réforme », *Questions retraite* n° 99-15, janvier.

VERNIERE Laurent (1999), « Le rôle du fonds de réserve aux États-Unis et les propositions de réforme de la Social Security », *Questions retraite* n° 99-19, juin.

VERNIERE Laurent (2000), « Fonds de réserve pour les retraites : faut-il l'investir en actions », *Questions retraite* n° 2000-29, juin.

VERNIERE Laurent (2001), « Fonds de réserve pour les retraites en Europe : les exemples de l'Irlande et de la Finlande », *Questions retraite* n° 2001-36, février.

LA LETTRE DE L'OBSERVATOIRE DES RETRAITES (2001), « Réserves et répartition » n° 12, mars.