

Questions retraite

Document de travail de la Branche Retraites de la Caisse des dépôts et consignations
Contact : Laurent Vernière ☎ 01 40 49 89 55 — laurent.verniere@caissedesdepots.fr
Yves Guégano ☎ 01 40 49 93 40 — yves.guegano@caissedesdepots.fr
Réalisation : Direction de la Communication

n° 2001 - 43
Octobre 2001

Suède : les récents développements de la réforme du système de retraite.

Dossier préparé par Laurent Vernière.

La réforme du système de retraite en Suède¹ a été introduite en 1999 et les premiers paiements selon la nouvelle législation ont eu lieu en 2001. Au cours des deux dernières années, les autorités suédoises ont complété le dispositif initial voté en 1998 dans deux domaines :

- l'introduction d'un mécanisme automatique d'équilibre² permettant, en faisant varier les taux de revalorisation du capital virtuel des cotisants et des pensions des retraités, de s'assurer que, à taux de cotisation constant, les engagements du régime sont couverts par les cotisations actuelles et futures et les réserves,
- une réforme des modalités de gestion financière des réserves accumulées dans l'ancien système de retraite : la création et la mise en concurrence de quatre fonds de réserves indépendants et l'assouplissement des règles d'investissement des réserves

ont pour but de maximiser le rendement financier avec une bonne diversification des risques.

La réforme suédoise mérite un intérêt particulier car, dans le panorama des réformes des systèmes de retraite, elle représente une innovation importante que plusieurs pays ont entrepris de suivre (Italie, Pologne, etc.). En effet, la Suède a choisi de remplacer son ancien système par répartition reposant sur deux étages par deux régimes, un ré-

gime par répartition à cotisations définies fonctionnant selon le principe des "comptes notionnels" individuels, complété par un dispositif de comptes individuels d'épargne retraite par capitalisation dont le mandat de gestion administrative et financière a été confié à une agence gouvernementale ("Premium Pension Authority" ou PPM).

La technique des "comptes notionnels" individuels est, dans un régime par répartition, le moyen d'enregistrer et de mesurer l'effort contributif effectif de l'assuré tout au long de sa carrière professionnelle. Chaque cotisant est titulaire d'un compte individuel. Les cotisations retraite qu'il verse chaque année sont inscrites sur son compte et forment un capital "fictif" ou "notionnel". Celui-ci est revalorisé annuellement selon un index représentatif du "rendement" du régime, c'est-à-dire un index proche de la progression de l'assiette des cotisations. Au moment du départ à la

QUESTIONS RETRAITE EN DIRECT SUR VOTRE E-MAIL

Si vous souhaitez recevoir chaque mois, automatiquement la version pdf de Questions Retraite, il vous suffit de vous abonner gratuitement, sur le site :

www.cdc.retraites.fr

à la rubrique Questions Retraite.

Vous pouvez également télécharger à partir du site, tous les "Questions Retraite" parus à ce jour.

cdc.retraites.fr présente également des études et des informations sur la retraite et l'indemnisation des risques professionnels pour les employeurs, les affiliés et les retraités de la CNRACL, de l'IRCANTEC et de FONPEL, des simulateurs de calcul des pensions ainsi qu'un Observatoire des débats parlementaires, recueil hebdomadaire des textes et analyses, observatoire des fonds de pension, revue de presse et analyse bimensuelle, monographie des régimes de retraite publique en Europe, comparaison des dispositifs, risques professionnels.

¹ Pour une présentation de la réforme suédoise, cf. "La réforme du système de retraite suédois : l'apparition d'un nouveau modèle de réforme?", Questions Retraite n° 99-21, Septembre 1999, Laurent VERNIÈRE.

² Appelé "Automatic Balance Mechanism".

retraite, ce capital "fictif" est converti en rente, calculée en appliquant à ce capital un coefficient de conversion tenant compte de l'espérance de vie durant la période de retraite. Cette méthode de calcul conduit à une pension totalement contributive parce que son montant dépend, d'une part, de l'effort contributif total réalisé durant la vie active via le capital "fictif" accumulé et, d'autre part, de sa durée de service via l'espérance de vie à l'âge de départ à la retraite.

Le nouveau régime par répartition est similaire à un régime à cotisations définies en points, à la différence que le montant de la pension individuelle dépend de sa durée de service et, donc, de la génération à laquelle appartient le nouveau retraité et de l'âge auquel il liquide sa pension. Le taux de cotisation a été fixé à un niveau compatible avec l'équilibre à long terme du régime et il est destiné à rester constant dans le futur. En instaurant ce mécanisme de comptes notionnels, les autorités suédoises se sont donné les moyens de piloter à long terme leur système de retraite, c'est-à-dire de disposer de mécanismes automatiques correcteurs des déséquilibres, et de satisfaire simultanément des objectifs d'équité que ne remplissait pas spontanément l'ancien système de retraite à prestations définies :

- un taux de cotisation constant dans le temps est un moyen de satisfaire l'objectif d'équité intergénérationnelle puisque les générations successives seront mises à contribution à un taux identique pour constituer leurs droits à la retraite,
- le nouveau régime est totalement contributif puisque le montant de la pension dépend étroitement de l'effort contributif total, ce qui permet de satisfaire l'objectif d'équité intragénérationnelle, deux individus de la même génération ayant réalisé un effort contributif identique recevront un montant de pension identique quand ils partent à la retraite au même âge,
- en tenant compte de l'espérance de vie pendant la période de retraite, le nouveau système corrige automatiquement l'un des facteurs d'augmentation des charges des régimes de retraite, à savoir l'allongement permanent de la durée de vie individuelle.

C'est cette capacité à piloter le régime à long terme qui constitue la principale innovation de la réforme suédoise. Dans la nouvelle architecture du système de retraite, le taux de cotisation n'est plus la variable d'ajustement et de rééquilibrage du régime en cas de choc dé-

mographique ou économique. Deux paramètres sont utilisés pour placer continuellement le régime sur sa trajectoire d'équilibre : ce sont les index de revalorisation du capital "virtuel" et des pensions, fixés chaque année de sorte que les engagements du régime soient couverts par les recettes attendues. Cette règle de pilotage revient à s'assurer que le rendement des cotisations versées est bien égal au rendement implicite du régime, c'est-à-dire au taux de progression de l'assiette des cotisations. L'introduction d'un mécanisme automatique d'équilibre permet de vérifier que le régime respecte cette "règle d'or" à tout instant.

Une description rapide du nouveau système de retraite.

La réforme suédoise a totalement rompu avec l'organisation antérieure du système de retraite, abandonnant le principe de la pension universelle complétée par un régime par répartition à prestations définies (régime ATP). Après la réforme, l'acquisition des droits à la retraite se fait dans des régimes à cotisations définies contributifs et deux modes de financement ont été retenus, la répartition et la capitalisation. Le périmètre du système est cantonné au seul

risque vieillesse. Dans le régime par répartition, la technique des comptes "notionnels" a été introduite, conduisant à un calcul actuariel du montant de la pension en fonction de l'effort contributif total et de la durée de service de la pension.

a) Deux régimes à cotisations définies composent le nouveau de retraite.

Le nouveau système de retraite est composé de deux régimes à cotisations définies, financés par des cotisations retraite prélevées au taux de 18,5 %³ :

- Le régime à cotisations définies par répartition, fonctionnant selon la technique des comptes "notionnels", couvre le risque vieillesse. Il est financé au taux de 16 %. Les anciens fonds de réserves du

régime ATP ("AP-Funds") sont rattachés à cette structure (cf. infra). Ce régime verse la pension liée au revenu ("Income pension"),

- Le régime à cotisations définies par capitalisation, du type comptes individuels d'épargne retraite, est alimenté au taux de 2,5 %. Ce régime est administré et géré par une Agence gouvernementale créée à cet effet (PPM). Ce régime verse une pension appelée "Premium pension".

b) Le nouveau système de retraite ne couvre que le risque vieillesse.

L'ancien système de retraite était composé de deux étages : le système national de sécurité sociale versait une pension universelle forfaitaire à tous les ré-

sidents suédois et le régime complémentaire obligatoire ATP versait une pension contributive dont le montant était lié aux revenus d'activité. Ces deux régimes couvraient les risques vieillesse, survie et invalidité. Le nouveau système, entré en vigueur en 1999, ne couvre que le risque vieillesse et l'acquisition des droits à la retraite est exclusivement assise sur les revenus d'activité et les revenus de remplacement. La pension universelle forfaitaire a été supprimée⁴, les dépenses de survie sont financées par des cotisations affectées et les dépenses d'invalidité sont intégrées dans le risque maladie en attendant une réforme de leur financement. La comparaison du champ d'intervention de l'ancien et du nouveau système de retraite permet de mesurer comment le périmètre a été redéfini.

Année 1999. Ventilation des dépenses de vieillesse, survie et invalidité dans l'ancien système de retraite (millions de couronnes suédoises).

	Régime universel	Régime ATP	Total	Répartition en %	En % du PIB
1. Vieillesse	53 260	93 234	146 494	74,0 %	7,3 %
2. Survie	465	12 194	12 659	6,4 %	0,6 %
3. Sous total (1 + 2)	53 725	105 428	159 153	80,4 %	7,9 %
4. Invalidité	13 869	24 037	37 906	19,1 %	1,9 %
5. Pension d'orphelin	289	649	938	0,5 %	
6. Sous total (4 + 5)	14 158	24 686	38 844	19,6 %	1,9 %
7. Total (3 + 6)	67 883	130 114	197 997	100,0 %	9,9 %
8. Répartition en %	34,3 %	65,7 %	100,0 %		
En % du PIB	3,4 %	6,5 %	9,9 %		

³ Le taux de 18,5 % (salarié + employeur) s'applique au salaire brut hors cotisation retraite versées par le salarié, appelé salaire ouvrant des droits à la retraite ("pensionable income"). Comme le taux de cotisation salarié est de 7 % depuis 2000, le taux de 18,5 % s'applique en fait à 93 % du salaire brut. Le taux de cotisation effectif taxant le salaire brut est donc égal à 17,21 % = 0,93 * 18,5 %.

⁴ La suppression définitive de la pension universelle forfaitaire sera effective au terme de la période de transition, c'est-à-dire pour les générations nées en 1954 et après. Les pensions en cours de versement et celles que recevront les générations nées entre 1938 et 1953 continuent d'être financées par le nouveau système à condition que leurs bénéficiaires perçoivent également une pension de l'ancien régime ATP. Les pensions universelles de ceux qui ne perçoivent que ce type de pension sont mises à la charge du budget de l'État.

Dans l'ancien système de retraite, le risque vieillesse-survie représentait, en 1999, 80 % des dépenses des deux régimes. Un tiers des dépenses étaient à la charge du régime universel et deux tiers à celle du régime ATP. Après la réforme, seul le risque vieillesse est financé par le nouveau régime par répartition qui affine les assurés exerçant une activité professionnelle. Dans le périmètre du nouveau régime vieillesse, les prestations de retraite versées en 1999 étaient de 134 961 millions de couronnes, soit 92,1 % des dépenses de vieillesse et 68,2 % des dépenses des deux étages de l'ancien système (6,8 % du PIB).

c) Le choix de la technique des comptes "notionnels" dans le régime par répartition.

La technique des comptes "notionnels" permet de calculer l'effort contributif de l'assuré tout au long de sa vie professionnelle. Chaque cotisant est titulaire d'un compte individuel sur lequel est inscrit le montant des cotisations retraite qu'il a versé dans l'année (part employeur + part salarié). Comme le régime fonctionne en répartition et comme les cotisations encaissées sont utilisées pour financer les pensions des retraités et, éventuellement, abonder le fonds de

réserves, cet enregistrement sur le compte individuel est qualifié de "notionnel" puisqu'il ne donne pas lieu à la constitution d'un capital financier. Cette technique de calcul est similaire à un régime en points dans lequel l'effort contributif est converti en points. Mais elle s'en différencie par de nombreux aspects :

- Les cotisations retraite versées forment un capital "virtuel", revalorisé chaque année selon un index représentatif soit de la progression du salaire moyen, soit du rendement implicite du régime, en fonction de la valeur annuelle du "mécanisme automatique d'équilibre" (cf. infra),
- Il n'y a plus d'âge légal de départ à la retraite. Seul un âge minimal a été fixé à 61 ans et des droits à la retraite peuvent continuer à être accumulés en cas d'activité partielle durant la retraite,
- Le montant de la pension liquidée est calculé en appliquant au capital "virtuel", représentatif de l'effort contributif, un coefficient de conversion déterminé en prenant en compte l'espérance de vie durant la période de retraite et un "taux d'intérêt" (ou taux d'actualisation) de 1,6 %⁵,


- L'index de revalorisation des pensions est égal à la différence entre le taux de croissance du salaire moyen et le "taux d'intérêt" de 1,6 %, déjà précompté dans le coefficient de conversion. Cette différence est ensuite corrigée par le "mécanisme automatique d'équilibre" (cf. infra).

Le niveau de la pension liquidée dépend en conséquence de trois paramètres : le montant du capital virtuel accumulé, la génération à laquelle appartient l'assuré, l'âge auquel il liquide sa pension. La Suède vient de publier les coefficients de conversion appliqués aux générations 1938 à 1940 pour des âges à la liquidation compris entre 61 et 65 ans. Le montant de la pension liquidée est égal au capital virtuel accumulé divisé par ce coefficient de conversion. Pour un âge donné à la liquidation, le coefficient de conversion croît avec les générations, parce que l'espérance de vie à cet âge augmente. Pour une génération donnée, le coefficient de conversion décroît lorsque l'âge à la liquidation augmente, ce qui est une incitation à prolonger l'activité.

⁵ Pour une formalisation du coefficient de conversion et l'interprétation du taux d'intérêt, cf. "Et si la France adoptait la réforme des retraites de l'Italie et de la Suède : présentation de la méthode et analyse de scénarios". Questions Retraite n° 2000-25/26, Janvier-Février 2000, Laurent VERNIÈRE.

Coefficients de conversion pour les générations 1938-1940
selon l'âge à la liquidation.

Âge à la liquidation	Génération 1938	Génération 1939	Génération 1940
61 ans	17,52	17,64	17,69
62 ans	16,94	17,06	17,11
63 ans	16,37	16,49	16,53
64 ans	15,8	15,92	15,96
65 ans	15,23	15,35	15,39

 **L'introduction
d'un mécanisme
automatique d'équilibre.**

La réforme du système de retraite suédois a été conçue pour que l'équilibre financier du régime par répartition soit réalisé à chaque période à taux de cotisation fixe. Autrement dit, le taux de cotisation n'est plus la variable d'ajustement lorsque le régime subit des chocs économiques ou démographiques qui dégradent ses finances. En étant fixe, il devient la variable socialement choisie qui partage les revenus courants entre la part immédiatement disponible pour la consommation et la part qui finance la consommation différée de la période de retraite. Comme le régime est totalement contributif et que le calcul de la pension prend en compte sa durée de service, cette clé de partage s'applique effectivement aux revenus qui contribuent directement au niveau de vie des assurés tout au long de leur cycle de vie.

Une condition générale pour que le régime soit actuariellement équilibré est que le rendement implicite des cotisations versées⁶ par les différentes cohortes soit au plus égal au taux de croissance de l'assiette des cotisations. Pour approcher cette "règle d'or" dans le nouveau système, il ne reste que deux paramètres disponibles pour piloter le régime : le taux de revalorisation du capital virtuel, c'est-à-dire son "rendement", et le taux de revalorisation des pensions. Initialement, le projet de réforme voté en 1998 avait retenu comme indicateur de ces taux de revalorisation, le taux de croissance du salaire moyen brut ouvrant des droits à la retraite ("*pensionable income*"). Or l'assiette des cotisations du régime, c'est-à-dire la masse salariale, peut croître à un rythme moins rapide que celui de cet indicateur, lorsque l'emploi est décroissant. Dans cette hypothèse, il y a un déséquilibre qui conduit à terme à des dépenses du régime supé-

rieures à ses recettes. D'autres facteurs moins importants contribuent également à l'écart entre le rendement implicite du régime et le rendement des cotisations de chaque cohorte : par exemple, la durée moyenne de versement des pensions peut être plus longue que celle qui a été retenue dans la formule du coefficient de conversion, la modification de la répartition par classes d'âge des cotisants va affecter le montant des cotisations collectées compte tenu du profil de la carrière salariale.

C'est pour corriger cet écart de rendement que les autorités suédoises ont introduit en 2000 le "mécanisme automatique d'équilibre", se donnant ainsi les moyens de piloter le régime sans devoir recourir aux augmentations de taux de cotisation pour combler les déficits.

⁶ Cf. Les indicateurs de rendement et de rentabilité de la retraite. Questions Retraite n° 98-07, Janvier 1998. Laurent VERNIERE.

a) Le principe du “mécanisme automatique d'équilibre”.

Le principe de ce mécanisme consiste à évaluer deux agrégats pour une année t donnée :

- Le passif du régime : les engagements du régime (notés E_t), composés, d'une part, de la somme des pensions à verser aux retraités jusqu'au décès du dernier bénéficiaire et, d'autre part, des droits à la retraite déjà acquis par les cotisants à la date t^7 ,
- L'actif du régime : les recettes actuelles et futures du régime. Celles-ci comprennent les cotisations retraite à recevoir par le régime (notées C_t) et le montant des réserves du régime (notées R_t) qui provisionnent une partie des engagements. Les cotisations retraite à recevoir C_t sont les cotisations que verseront dans le futur les cotisants présents l'année t jusqu'à leur départ à la retraite.

Le rapport entre ces deux agrégats définit le ratio d'équilibre (noté RE_t) :

Ratio d'équilibre $RE_t =$

$$\frac{\text{Actif}}{\text{Passif}} = \frac{C_t + R_t}{E_t}$$

Lorsque le ratio d'équilibre est supérieur à 1, les engagements du régime sont couverts par l'actif et il n'y a pas de risque que les réserves soient épuisées. Lorsqu'il est inférieur à 1, la situation inverse prévaut, indiquant que le financement du régime est déséquilibré, c'est-à-dire que le rendement des cotisations est supérieur au rendement implicite du régime conduisant, après épuisement des réserves, à devoir augmenter le taux de cotisation pour financer les engagements. C'est dans cette situation que le mécanisme d'équilibre automatique est actionné pour rétablir l'équilibre du régime.

b) La mise en œuvre du mécanisme d'équilibre automatique.

Pour rétablir l'équilibre entre l'actif et le passif du régime lorsque le ratio d'équilibre est inférieur à 1, le taux de revalorisation du capital virtuel des cotisants et des pensions des re-

traités, c'est-à-dire le taux de croissance du salaire moyen, est corrigé en le multipliant par le ratio d'équilibre. Cette correction conduit à un taux de revalorisation moins rapide par rapport au taux de référence, ce qui induit une diminution du passif par rapport à la situation initiale. Cette correction a lieu jusqu'à ce que le taux de revalorisation corrigé cumulé rejoigne le taux de croissance cumulé du salaire moyen.

Un exemple d'utilisation du mécanisme est présenté dans le tableau suivant. On fait l'hypothèse que le taux d'évolution du salaire moyen est de 4 % par an, partagé en gains de pouvoir d'achat de 2 % et un taux d'inflation de 2 %. Le ratio d'équilibre est inférieur à 1 en $t = 1$ et $t = 2$, ce qui met en route la procédure de calcul et d'utilisation du taux de revalorisation corrigé appliqué au capital virtuel et aux pensions.

⁷ Les engagements sont ici identiques à l'équivalent patrimonial des droits à la retraite évalués selon la méthode des droits acquis. Sur ce sujet, cf. “La mesure et l'interprétation de l'équivalent patrimonial des droits à la retraite”. Questions Retraite n° 97-04, Juin 1997. Laurent VERNIÈRE.

Exemple de mise en œuvre du mécanisme d'équilibre automatique.

	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5
• Évolution annuelle du salaire moyen dont :		4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
- gains de pouvoir d'achat		2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
- indice des prix		2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
• Taux d'évolution cumulé du salaire moyen (+ 4 % par an) IS_t	100,0	104,0	108,16	112,49	116,99	121,67
• Taux d'évolution cumulé de l'indice des prix (+ 2 % par an) IP_t	100,0	102,0	104,04	106,12	108,24	110,41
• Ratio d'équilibre RE_t	1,01	0,99	0,98	1,00	1,02	1,03
• Index de revalorisation corrigé IRC_t ($IRC_t = IRC_{t-1} * re_t * 1,04$ tant que $IRC_t < IS_t$)	100,0	102,96	104,94	109,13	115,77	-
• Revalorisation annuelle nominale du capital virtuel x_t		3,0 %	1,9 %	4,0 %	6,1 %	5,1 %
• Revalorisation annuelle du capital virtuel en termes réels		1,0 %	- 0,1 %	2,0 %	4,0 %	3,0 %
• Revalorisation annuelle nominale des pensions		1,3%	0,3%	2,4%	4,4%	3,4 %
• Revalorisation annuelle des pensions en termes réels		- 0,7 %	- 1,7 %	0,4 %	2,4 %	1,4 %

Ce taux de revalorisation corrigé sera appliqué de l'année $t = 1$ et jusqu'à l'année $t = 4$, c'est-à-dire tant que cet index cumulé sera inférieur au taux d'évolution cumulé du salaire moyen nominal, bien que le ratio d'équilibre soit à nouveau supérieur à 1 en $t = 4$. Il en résulte que les gains de pouvoir d'achat du ca-

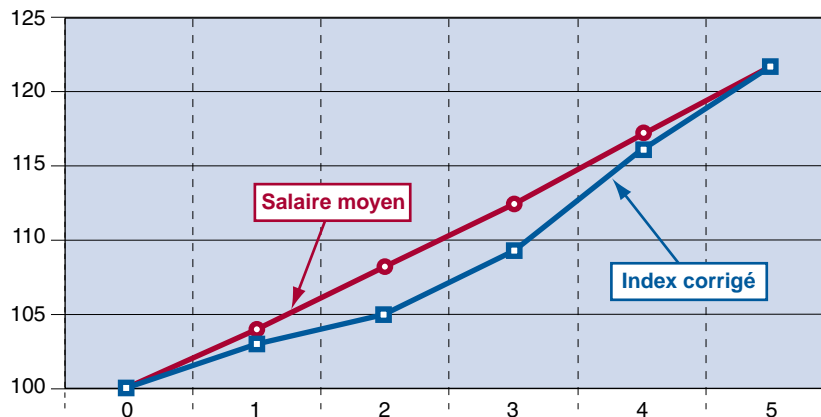
pital virtuel sont inférieurs à ceux du salaire moyen en $t = 1$ et $t = 2$ et supérieurs en $t = 3$, $t = 4$ et $t = 5$.

On a la même conclusion en ce qui concerne la revalorisation des pensions, une fois prise en compte la norme de 1,6 % déjà incluse dans le calcul de la pen-

sion liquidée via le coefficient de conversion (cf. supra).

Le graphique suivant permet de visualiser l'évolution du salaire moyen nominal et celle de l'index de revalorisation corrigé pendant la phase d'activation du mécanisme d'équilibre automatique.

Évolution cumulée du salaire moyen et de l'index corrigé.



Le fonctionnement du mécanisme d'équilibre automatique ne conduit qu'à une utilisation temporaire de l'index de revalorisation corrigé. Dès que le régime est considéré comme financièrement stable ($RE_t \geq 1$), l'indexation sur le taux d'évolution du salaire moyen est rétablie.

Les autorités suédoises se sont ainsi dotées d'instruments de pilotage permanent du régime par répartition. Au-delà des aspects techniques mis en œuvre pour élaborer ces instruments, l'expérience suédoise montre que le contenu des réformes du système de retraite ne se limite pas à la modification du périmètre et de la structure des régimes et à la fixation de nouveaux paramètres d'acquisition et de liquidation des droits à la retraite. Une part importante de la réforme a consisté à mettre en place ces instrumens de pilota-

ge afin "d'achever la réforme", c'est-à-dire disposer de mécanismes correcteurs automatiques qui placent le régime sur son sentier d'équilibre à long terme, respectant la contrainte de stabilité des taux de cotisation.

3 La réorganisation des fonds de réserves.

Depuis sa création en 1960, le deuxième étage de l'ancien système de retraite (le régime ATP) a accumulé des réserves. Le provisionnement partiel des engagements du régime répondait à l'origine à deux objectifs. Le premier était économique, le but étant de constituer une épargne collective destinée à compenser la diminution supposée des taux d'épargne à la suite de l'introduction du régime ATP. Dans les années 1960, les besoins de fi-

nancement de l'économie suédoise étaient importants et les autorités de l'époque craignaient que les prélèvements nécessaires au financement du nouveau régime ATP induisent, en amputant les rémunérations, une diminution des taux d'épargne des salariés. Le second objectif était de disposer d'un fonds destiné à lisser l'impact de la conjoncture sur les soldes financiers du régime, afin d'éviter une modification trop fréquente des paramètres du régime pour assurer son équilibre financier.

Évolution du montant des réserves investies.

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
• Réserves au 31/12 (Milliards couronnes)	165,0	266,6	431,8	480,7	498,8	531,3	541,4	572,8	597,4	619,8	641,5	619,2
• En années de prestations	8,6	6,3	5,5	5,4	5,1	5,2	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	4,8
• En % du PIB	30,3	29,8	30,6	32,1	33,6	35,5	33,9	33,4	34,0	34,0	33,7	31,0

Le portefeuille est évalué aux prix d'acquisition.

Ce n'était donc pas une logique de préfinancement qui prévalait. Dans un premier temps, la formation d'une épargne forcée, principalement dirigée vers le financement du secteur public et du secteur immobilier, a été privilégiée et, dans un second temps, la constitution d'une épargne de précaution permettait de garantir le financement des pensions d'un régime arrivant progressivement à maturité. Comme le montre le tableau précédent, les réserves accumulées ont été abondantes puisque, dans les années 1990, le portefeuille des fonds, évalué aux prix d'acquisition, représentait l'équivalent

de 5 années de prestations et environ un tiers du PIB.

La constitution d'une réserve de trésorerie pour lisser les fluctuations conjoncturelles ne justifiait pas l'accumulation d'un tel montant. Toutefois, au cours des années 1990, l'existence de ce capital a permis, grâce aux produits financiers encaissés, de financer en partie les pensions versées⁸.

La gestion financière des réserves a été confiée à six fonds ("AP-fonden") repérés par leur numéro :

- Les fonds 1 à 3, mis en place dès 1960, ont investi principalement en obligations publiques et en instruments de taux, conformément à leur mandat de gestion,
- Les fonds 4, 5 et 6 ont été créés respectivement en 1974, 1988, et 1996. Les fonds 4 et 5 avaient pour fonction d'investir essentiellement en actions suédoises alors que le fonds 6 avait pour rôle d'investir sur le marché du capital risque ("private equity") et dans les petites et moyennes entreprises suédoises non cotées.

Répartition du montant des actifs gérés par les 6 fonds au 31/12/2000 (milliards de couronnes et %).

Fonds 1 - 3	Fonds 4	Fonds 5	Fonds 6	TOTAL
560,4	22,8	132,3	18,4	733,9
76,4 %	18,0 %	3,1 %	2,5 %	100,0 %

Le portefeuille est évalué aux prix de marché.

⁸ Dans les années 1990, les cotisations sociales encaissées finançaient environ 75 % des prestations versées par le régime ATP et les produits financiers les 25 % restants.

À la fin 2000, les réserves s'élevaient à 734 milliards de couronnes (550 MdF) aux prix de marché. La part des fonds 1-3 dans la gestion des réserves est historiquement élevée parce

qu'ils existent depuis la création du régime. La structure de leur portefeuille est conforme aux règles qu'ils devaient suivre, c'est-à-dire une gestion financière sans risques et un finance-

ment dirigé vers le secteur public. Sur la période 1996-2000, le rendement réel⁹ du portefeuille des fonds 1-3 a été en moyenne de 7,1 % par an.

Fonds 1-3 : structure du portefeuille au 31/12/2000.

• Obligations suédoises	76,3 %
• Obligations étrangères	10,4 %
• Obligations indexées	10,6 %
• Immobilier	2,7 %
• Total	100,0 %

Le portefeuille est évalué aux prix de marché.

À l'occasion de la réforme du système de retraite entrée en vigueur en 1999, il était prévu que l'organisation et les modalités de la gestion financière des fonds de réserves soient modifiées pour les adapter aux objectifs du nouveau système de retraite. Après avoir été approuvée par le Parlement, cette réorganisation a été mise en place à partir du 1^{er} mai 2000 et a son plein effet depuis le début de l'année 2001. Elle comporte trois volets principaux :

- La disparition des fonds 1 à 5 et leur remplacement par 4 nouveaux fonds indépendants dotés, à leur démarrage, d'un capital identique,
- Le transfert d'une fraction des réserves au budget de l'État,

- L'introduction de nouvelles règles d'investissement financier dans le but de maximiser le rendement sous la contrainte d'une bonne diversification des risques.

a) La nouvelle organisation des structures de gestion des réserves.

Jusqu'en 1999, le mandat confié aux fonds 1-3 était identique et la distinction entre les trois gestions était formelle puisque l'équipe de gestionnaires leur était commune. Par la réforme, le législateur a voulu créer quatre entités distinctes qui sont mises en concurrence en matière de gestion financière :

- le fonds 6 est provisoirement exclu de la réforme et conser-

ve son mandat d'investissement dans le capital risque,

- les fonds 1 et 3 sont fusionnés, l'ancien fonds 5 est à présent le nouveau fonds 3 et les fonds 2 et 4 conservent la même dénomination,
- pour bien repérer les nouveaux fonds et leur donner une identité, ceux-ci ont reçu un nouveau nom ("Första, Andra, Tredje, Fjärde AP-Fonden"), correspondant à leur numéro,
- chaque fonds est doté d'un conseil d'administration de 9 membres, nommés par le gouvernement pour une période de trois ans, dont 2 sont proposés par les organisations syndicales et 2 par les employeurs. Bien qu'ayant le statut d'agen-

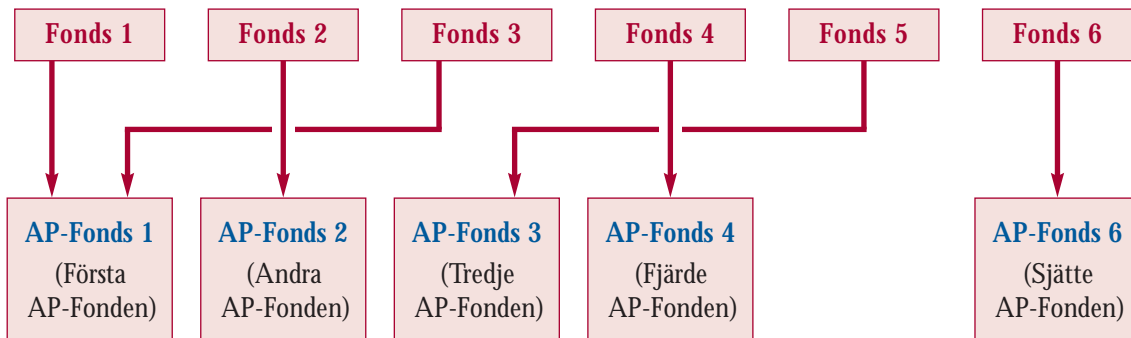
⁹ Y compris les plus values latentes.

ce gouvernementale, chaque fonds est indépendant et a la totale responsabilité de ses ac-

tivités. Il définit chaque année sa politique d'investissement, sa politique de "corporate go-

vernance" ainsi que son plan de gestion des risques.

Schéma de réorganisation des structures de gestion des réserves.



b) Le transfert de réserves au Budget de l'État.

L'un des principes de la réforme du système de retraite entrée en vigueur en 1999 a été de créer un nouveau régime de retraite dont le champ d'intervention est la couverture du seul risque vieillesse. Cette logique a conduit à transférer le financement de certaines prestations non contributives sur le budget de l'État, principalement la pension de garantie qui est le "filet de sécurité" du nouveau système de retraite et la pension universelle de ceux qui ne reçoivent que cette prestation. Pour compenser ce coût budgétaire, des transferts de réserves vers le budget de l'État et l'Office de gestion de la Dette ont été organisés selon le calendrier suivant : 45 milliards de couronnes ont été transférés

en 1999 et en 2000 et 155 milliards au début de 2001¹⁰. Ce n'est qu'en 2004 que sera décidé si de nouveaux transferts de réserves devront être organisés.

Après ces transferts, le portefeuille des anciens fonds gestionnaires 1-5 a ensuite été redistribué en quatre parts égales aux quatre nouveaux fonds. Chaque fonds a reçu, au 1er janvier 2001, un portefeuille de 134 milliards de couronnes¹¹. Comme les nouvelles règles d'investissement n'autorisent pas la détention de titres non cotés et les investissements directs dans les entreprises, la gestion et la liquidation progressive de cette catégorie d'instruments, détenue précédemment par les anciens fonds pour un montant de 24,6 milliards de couronnes¹², a été confiée aux nouveaux fonds

1 et 4¹³. Par ailleurs, le fonds 1 a reçu la gestion de la totalité du portefeuille d'obligations étrangères en raison des contrats de couverture qui leur sont attachés.

Au démarrage de la nouvelle organisation, les 4 nouveaux fonds de gestion des réserves disposent donc d'un portefeuille d'un montant équivalent ayant quasiment la même structure¹⁴. Ils sont mis en concurrence pour gérer au mieux les réserves du nouveau régime de retraite dans une perspective de maximisation du rendement à long terme, associée à une diversification des risques. C'est l'objet des nouvelles règles d'investissement qui s'appliquent depuis le début de l'année 2001.

¹⁰ Les 155 milliards de couronnes ont été prélevés sur les réserves des anciens fonds 1-3 : 74,4 milliards d'obligations publiques arrivant à maturité en 2001, 10,6 milliards d'obligations indexées et 70 milliards d'obligations hypothécaires arrivant à maturité entre 2001 et 2004.

¹¹ Soit environ l'équivalent de 100 milliards de francs.

¹² Soit environ 18,5 milliards de francs.

¹³ Le produit de la liquidation progressive de ces actifs sera ensuite réparti entre les quatre fonds, après déduction des frais d'administration.

¹⁴ Au démarrage de la nouvelle organisation des fonds de réserves, les réserves représentent au total environ 4 années de prestations du nouveau régime de retraite.

Répartition du portefeuille entre les quatre nouveaux fonds au 1^{er} janvier 2001.

• Portefeuille au 31/12/2000	715,5 Mds K
• - Transfert à l'Office national de la Dette	- 155,0 Mds K
• = Portefeuille à répartir	= 560,5 Mds K

	AP-1	AP-2	AP-3	AP-4	TOTAL	Structure
• Obligations suédoises	28,2	69,7	65,5	65,9	229,3	42,8 %
• Obligations indexées	10,8	25,6	25,6	25,8	87,8	16,4 %
• Obligations étrangères	58,2	0	0	0	58,2	10,9 %
• Actions	36,3	36,3	36,5	36,4	145,5	27,1 %
• Immobilier	0,5	2,4	6,4	5,9	15,2	2,8 %
• TOTAL	134,0	134,0	134,0	134,0	536,0	100,0 %
• Titres non cotés	22,7			1,9	24,6	
• TOTAL	156,7	134,0	134,0	135,9	560,6	

En milliards de couronnes suédoises. Le portefeuille est évalué aux prix de marché.

c) Les nouvelles règles d'investissement financier.

La nouvelle réglementation de la politique d'investissement des 4 fonds repose sur le principe de la diversification des risques en donnant une plus grande flexibilité aux gestionnaires dans le choix de l'allocation du portefeuille¹⁵. L'objectif est d'accroître, d'une part, la part des actions pour augmenter le rendement à long terme et, d'autre part, la part des titres étrangers pour améliorer la diversification.

- les investissements financiers ne doivent avoir pour support

que des titres cotés et négociables sur les marchés financiers. Les investissements directs dans les entreprises sont bannis et doivent être liquidés¹⁶,

- pas plus de 5 % du portefeuille de chaque fonds peuvent être investis en titres non cotés, dont l'acquisition se fera uniquement sous la forme de détention de parts de fonds de placement ou de sociétés de capital-risque,

- au moins 30 % du portefeuille doivent être investis en titres de taux à faibles risques de liquidité et de crédit,

- l'investissement en actions suédoises ne devra pas dépasser, pour chaque fonds, l'équivalent de 2 % de la capitalisation boursière suédoise,

- au plus 40 % du portefeuille pourront être exposés au risque de change. La limite antérieure étant de 10 %, la montée en charge de cette règle se fera graduellement (5 % du portefeuille par an),

- chaque fonds ne pourra détenir au plus que 10 % des droits de vote d'une société cotée. Ce plafond est fixé à 30 % pour les sociétés de capital risque,

¹⁵ Les anciennes règles d'investissement limitaient par exemple à 15 % la part des actions dans le portefeuille total des 6 fonds. Par ailleurs, à la fin 1999, seulement 8% du portefeuille étaient investis en titres étrangers.

¹⁶ Des règles spéciales s'appliquent aux sociétés immobilières détenues en direct par les fonds.

- pas plus de 10 % du portefeuille de chaque fonds pourront être investis en titres d'un émetteur unique ou d'un groupe d'émetteurs liés,
- au moins 10 % du portefeuille de chaque fonds devront être gérés par des gestionnaires extérieurs, soit via l'achat de parts de fonds de placement, soit par appel d'offre auprès de gestionnaires agréés,
- dans l'établissement de leur politique d'investissement, les fonds doivent prendre en compte les aspects environnementaux et éthiques de leurs décisions compatibles avec l'objectif d'un rendement le plus élevé possible,
- chaque année, chacun des quatre fonds recevra une part égale du solde entre les recettes et les dépenses du régime de retraite.

Les nouvelles règles d'investissement impliqueront des réallocations dans la composition des portefeuilles détenus par chacun des fonds, avec une réduction de la part des obligations et une augmentation de celle des actions. Ces mouvements pourraient avoir, à court terme, un impact sur les taux d'intérêt, le prix des actions et les taux de change. Toutefois, les dispositions transitoires accompagnant

les nouvelles règles ne devraient pas, selon les autorités suédoises, entraîner de bouleversements sur les marchés financiers.

4 La création d'un septième fonds auprès de l'agence PPM.

Le nouveau système de retraite a créé un dispositif de comptes individuels d'épargne retraite ("Premium Pension Scheme"), alimentés par le produit de 2,5 points de cotisation. Ces comptes sont gérés par une agence, "The Premium Pension Authority" (PPM), qui joue un triple rôle : gestionnaire administratif, assureur, gestionnaire financier.

Comme gestionnaire administratif, l'agence PPM réalise la tenue des comptes individuels et fait l'interface entre les assurés et les gestionnaires financiers extérieurs qui offrent des fonds de placement dans lesquels est investie l'épargne retraite. Cet interface est une originalité de la réforme puisque l'agence PPM sélectionne les gestionnaires financiers et les agréés, collecte auprès des assurés leurs demandes de placement et les consolide puis les transmet aux gestionnaires financiers. Les fonds de placement correspondent à des portefeuilles de titres ayant

différents profils de risque et de rendement (actions, obligations, autres instruments). Une fois investie dans un fonds, l'épargne est transformée en unités de compte qui reflètent la valeur du portefeuille de ce fonds et ces unités sont formellement la propriété de l'agence PPM. Les gestionnaires financiers agréés administrent les fonds de placement et prélèvent des frais de gestion. Avec cette organisation, les gestionnaires financiers extérieurs ne sont jamais en relation directe avec les assurés et l'agence PPM vérifie la conformité et la bonne fin des opérations financières.

Près de 600 fonds de placement sont proposés par les gestionnaires financiers. Chaque assuré a la possibilité de répartir ses placements sur au plus cinq fonds. A l'automne 2000 a eu lieu pour la première fois le placement des cotisations collectées entre 1995 et 1998¹⁷ pour un montant de 56 milliards de couronnes (42 MdF). 67 % des assurés ont choisi des gestionnaires externes et ont retenu en moyenne 3,4 fonds de placement externes.

Comme assureur, l'agence PPM est l'unique offreur d'annuités lorsque les assurés liquident leur capital retraite au moment de leur départ à la retraite en choisissant une annuité fixe. Cette

¹⁷ Ces cotisations ont été prélevées au taux de 2 % pour les générations nées après 1954. Pour les générations 1938 à 1953, le taux de cotisation était proportionnel à la part du nouveau système dans le montant de la pension. A partir de 1999, les cotisations au dispositif PPM sont prélevées au taux de 2,5 %.

position d'unique offreur permet la mutualisation d'un certain nombre de risques (risque de longévité et risque d'investissement) et de diminuer fortement les coûts de gestion.

L'agence PPM est également gestionnaire financier en ce sens qu'a été créé en son sein un 7^{ème} fonds ("Premium Saving Fund" (PSF) ou "Sjunde Ap-Fonden") qui gère l'épargne retraite de ceux des assurés qui n'ont pas choisi activement des fonds de placement externes. Ce fonds

est considéré comme faisant partie du nouveau système de retraite. Toutefois, la législation qui lui est appliquée en matière de règles d'investissement est celle des fonds de placement qui participent au dispositif PPM. La différence avec les fonds de placement proposés par les gestionnaires financiers extérieurs est que le fonds 7 a un gestionnaire public au bénéfice de l'ensemble des assurés. Le "Premium Saving Fund" a pour objectif d'obtenir un rendement au moins équivalent à la moyenne

des rendements réalisés par les fonds de placement externes, sous la contrainte, imposée par la loi, d'un niveau de risque plus faible.

Pour les assurés qui choisissent activement le 7^{ème} fonds pour gérer leur épargne retraite a été créé un deuxième fonds de placement plus risqué, le "Premium Choice Fund" (PCF), avec un portefeuille composé à 95 % d'actions.

Structure du portefeuille du Fonds 7.

	Premium Saving Fund	Premium Choice Fund
• Actions suédoises	25 %	25 %
• Actions étrangères, dont	65 %	72 %
- Amérique du Nord et du Sud	65 %	72 %
- Europe	30 %	30 %
- Asie	15 %	15 %
• Obligations indexées suédoises	9%	2%
• Liquidités	1%	1%
• Total	100%	100%

Au 31 décembre 2000, le fonds PSF avait un portefeuille de 15,8 milliards de couronnes (11,9 MdF). Le fonds PCF a un portefeuille encore modeste puisqu'il n'a été créé que très récemment. On observe que près d'un tiers des assurés ne fait pas un choix

actif de fonds de placement externes et retient le 7^{ème} fonds. Environ 30 % du produit des cotisations encaissées dans le dispositif PPM sont placées dans ce fonds, ce qui en fait le plus important fonds de placement suédois.

5 Remarques de conclusion.

Les deux volets complétant la réforme votée en 1998, le mécanisme d'équilibre automatique et la réorganisation de la gestion financière des fonds de réserves,

forment en fait un ensemble complémentaire. En effet, l'amélioration des performances financières des fonds de réserves est un moyen de détendre la contrainte qu'impose la couverture des engagements du régime par son actif. En renforçant la part de l'actif du régime représentée par les réserves via une gestion financière active, il devient possible de limiter les fluctuations des règles de revalorisation du capital virtuel des cotisants et des pensions des retraités qu'implique l'application du mécanisme correcteur lorsque le ratio d'équilibre devient inférieur à 1. Des réserves beaucoup plus importantes que ce qu'exigerait un fonds conjoncturel destiné à lisser la trésorerie du régime et un rendement financier des réserves beaucoup plus élevé que le rythme de croissance de l'assiette des cotisations constituent une marge de ma-

nœuvre permettant d'atteindre en moyenne l'objectif d'une revalorisation des pensions calée sur l'évolution du salaire moyen des actifs.

Bien que les instruments de pilotage reportent formellement sur le montant des pensions l'effet de la restauration de l'équilibre entre l'actif et le passif du régime, en pratique l'existence de réserves abondantes devrait limiter le risque d'une sous-indexation permanente du capital virtuel et des pensions par rapport à l'évolution moyenne du niveau de vie des actifs appréhendée par le salaire moyen.

Au total, les autorités suédoises sont allées bien au-delà des objectifs habituels des réformes des systèmes de retraite, à savoir la correction des déséquilibres financiers. La transformation de la structure du système de re-

traite et le choix de la technique des comptes notionnels pour simuler un régime à cotisations définies a en effet été complétée par la mise en place de mécanismes régulateurs qui permettent de piloter le régime en considérant son équilibre à long terme. Le taux de cotisation est fixe et les ajustements sont réalisés par l'intermédiaire de la valorisation des droits à la retraite. Ce pilotage est rendu possible par l'existence de réserves qui introduisent un élément de souplesse dans l'application des mécanismes correcteurs. La référence qui guide l'utilisation de ces mécanismes est le rendement implicite du régime : tout facteur qui écarte le rendement des cotisations versées de ce rendement de référence provoque un déséquilibre et le pilotage consiste à effacer cet écart pour respecter la "règle d'or".

Bibliographie

- Ole Settergren. The Automatic Balance Mechanism of the Swedish Pension System. A non technical introduction. Mimeo, Swedish National Social Insurance Board. Juin 2001.
- Ole Settergren. Two Thousand Five Hundred Words on the Swedish Pension Reform. Mimeo, Workshop on Pension Reform, Urban Institute, Juillet 2001.
- Ole Settergren, Boguslaw Mikula. Systèmes de pensions en répartition : évolution démographique, équilibre financier et équité intergénérationnelle. Papier présenté à l'assemblée annuelle de l'AISS, Septembre 2001.
- Ole Settergren. Automatisk balansering av alderspensionssystemet, redovisning av regeringens beräkningsuppdrag. RFV Analyserar 2000-1, Swedish National Social Insurance Board.
- Första AP- Fonden, Andra AP-Fonden. Annual Report 2000.
- Third Swedish National Pension Fund. Annual Report 2000.
- Sixth Swedish National Pension Fund. Annual Report 2000.
- Swedish National Social Insurance Board. Statistiques sur le système de retraite et les barèmes (<http://www.rfv.se>)