

Les réserves capitalisées dans les régimes de retraite par répartition

dossier préparé par Laurent Vernière

La constitution de réserves collectives capitalisées au sein des régimes de retraite de base par répartition a été une proposition parfois soumise à la discussion publique en France¹. Ce débat avait ainsi conduit les pouvoirs publics à envisager en 1992 la création d'un "fonds de garantie" des retraites versées par le régime des salariés du secteur privé (CNAV), fonds qui consistait en un préfinancement collectif des engagements futurs sous forme de réserves capitalisées alimentées, au démarrage du fonds, par le produit de la cession d'actifs publics. L'objectif visé était d'obtenir un "lissage" des taux de cotisation sur une période de temps très longue, pour éviter de surtaxer les actifs au moment où les générations nombreuses du baby boom arriveront à l'âge de la retraite. Toutefois, ce projet ne s'est pas concrétisé, probablement parce qu'il était trop novateur par rapport aux modalités en vigueur de régulation des régimes de retraite, caractérisées par l'absence de projections à long terme et l'incapacité à agir en fonction de l'équilibre à long terme désiré de ces régimes.

Le rôle et la composition des réserves collectives capitalisées sont également présentes dans la réflexion sur la réforme du financement des régimes de retraite par répartition dans les pays ayant déjà constitué de telles réserves. C'est le cas en particulier aux États-Unis à la suite de la publication récente du rapport de l'Advisory Council on Social Security², qui préconise, dans le premier scénario de réforme, d'investir le fonds de réserves à hauteur de 40% en actions. Il est remarquable de constater que l'examen de cette proposition provoque actuellement un large débat académique sur les conséquences en termes de redistribution intergénérationnelle des revenus mais surtout en termes

de partage des risques entre les générations. Le Canada et le Japon sont également à la recherche d'une gestion plus active des réserves de leurs régimes de retraite par répartition, afin de bénéficier des rendements plus élevés à long terme enregistrés sur les marchés des actions.

La constitution de réserves collectives et le lissage des taux de cotisation

Les irrégularités démographiques affectent le fonctionnement et le financement des régimes de retraite par répartition³. En raison des fluctuations de la fécondité et de l'impact de l'allongement de

La Branche Retraites sur internet

La Branche Retraites a ouvert son site sur internet. Dénommé Dante, ce site présente notamment des études dans le domaine de la retraite et l'offre de services de la BR, mais aussi 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. Vous pouvez également télécharger «Questions Retraite» à partir du site.

Son adresse : www.caissedesdepots.fr/dante

1 Parmi les travaux les plus récents, on peut citer :

- Les retraites pourront-elles être financées après l'an 2000 ? Laurent VERNIERE, *Economie et Statistique*, n° 223, Juin 1990,

- Livre Blanc sur les retraites. La Documentation Française, 1991,

- Le débat sur les retraites : capitalisation contre répartition. Olivier DAVANNE, Thierry PUJOL, *Revue française d'économie*, volume 12, n° 1, hiver 1997.

2 - Report of the 1994-1995 Advisory Council on Social Security. Volumes 1 et 2.

- Questions Retraite n° 1 «Sécurité Sociale aux États-Unis : le débat sur la privatisation». Laurent VERNIERE

3 Cf. Questions Retraite n° 6 «Irrégularités démographiques et économiques et fonctionnement des régimes par répartition». Laurent VERNIERE

la durée de vie, la taille des générations varie au cours du temps qui voit se succéder des générations creuses et des générations nombreuses. En outre, l'amplitude des irrégularités ajoute une contrainte supplémentaire. Les indicateurs démographiques peuvent en effet se détériorer brutalement et durablement. C'est la situation qui sera observée en France à partir de 2005 avec l'arrivée à l'âge de la retraite des générations du baby boom. La gestion et la régulation à long terme des régimes de retraite soumis à ces irrégularités démographiques risquent en conséquence d'entraîner des ajustements brutaux des taux de cotisation et/ou du niveau des prestations lorsque ces régimes fonctionnent en répartition pure.

La logique des réserves collectives dans les régimes par répartition est de lisser l'impact de ces irrégularités : pendant la période favorable sur les plans démographique et économique, des réserves collectives sont accumulées en prévision de la détérioration des indicateurs sociodémographiques, c'est-à-dire pour être utilisées au moment de la période de "vaches maigres" lorsque les générations creuses sont en activité et les générations nombreuses à la retraite.

Les réserves capitalisées sont équivalentes à la formation d'une épargne forcée dans le cadre de régimes collectifs. En raison de leur caractère obligatoire, elles répartissent l'effort d'épargne sur toutes les générations en activité⁴. Elles conduisent à transférer, sous forme obligatoire et

collective, des revenus des générations actuelles d'actifs vers les générations futures de retraités. Ces 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. Cela revient à considérer le financement et l'équilibre financier des régimes par répartition, non pas dans un cadre annuel, mais sur une période pluridécennale.

Au cours de la phase d'accumulation, les réserves représentent une épargne longue disponible pour le financement de l'économie. Lorsque cette épargne est dirigée vers le financement de l'investissement productif, on peut s'attendre à une augmentation de l'efficacité économique et du potentiel de croissance économique. Cette situation est bénéfique pour les futurs retraités parce qu'elle rendra moins difficile le partage des revenus entre les actifs et les retraités.

L'une des vertus de l'accumulation de réserves collectives est également l'obligation de réaliser périodiquement des projections à long terme afin de vérifier l'adéquation des paramètres du régime avec son équilibre actuariel à long terme. Les États-Unis publient chaque année une projection à 75 ans du régime public de retraite (OASDI), le Canada

et le Japon réalisent cette opération régulièrement et chaque fois que des modifications des paramètres sont introduites par le législateur⁵.

a. Une formalisation simple de la constitution de réserves capitalisées.

Supposons qu'un régime de retraite par répartition soit soumis à des irrégularités démographiques similaires à celles que vont connaître les régimes de retraite en France (et dans l'ensemble des pays industrialisés). En répartition pure, l'évolution du taux de cotisation sera obtenue en résolvant la relation d'équilibre suivante :

$$Tc_t * w_t * C_t = b_t * I_t \quad (1)$$

avec $t = 1, \dots, T$

Tc_t est le taux de cotisation d'équilibre en t , w_t le salaire brut, C_t l'effectif des cotisants, b_t la pension moyenne et I_t l'effectif des retraités.

En notant $D_t = \frac{I_t}{C_t}$ le taux de dépendance démographique et $Tr_t = \frac{b_t}{w_t}$ le taux brut de remplacement instantané, la relation précédente se réécrit aisément pour exprimer le taux de cotisation en fonction du taux de dépendance et du taux de remplacement instantané⁶ :

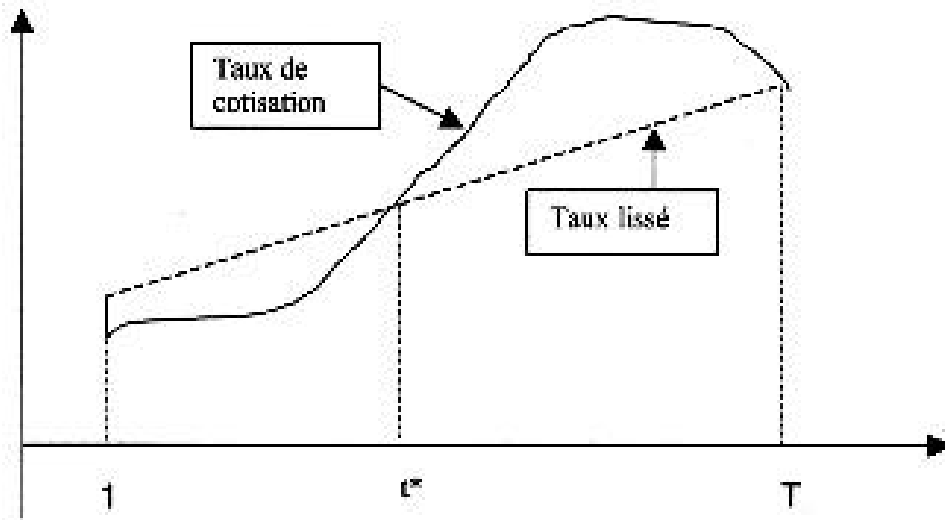
$$Tc_t = D_t * Tr_t \quad (2)$$

avec $t = 1, \dots, T$

Dans le graphique suivant, on a représenté, à titre d'illustration, une évolution du taux de cotisation qui pourrait être observée au niveau global en France entre 1990 et 2050 en l'absence de toute réforme majeure du finan-

⁴ Cette situation peut ne pas être optimale si une fraction des cotisants subit des contraintes de liquidité.

⁵ On doit noter de ce point de vue la rareté, la grande pauvreté et la confidentialité des exercices de projection à long terme réalisés en France pour les principaux régimes de retraite. Cette situation ne facilite pas la compréhension des enjeux d'une gestion à long terme des régimes par répartition. Elle est également un obstacle à la transparence des débats concernant les réformes à entreprendre.



cement du système de retraite. L'impact de la forte détérioration du taux de dépendance démographique à partir de 2005 conduirait à une augmentation rapide des taux de cotisation retraite supportés par les actifs entre 2005 et 2020, puis à une stabilisation, voire une légère décline, après 2020.

Dans ce contexte, un fonds de réserves est un instrument de lissage intertemporel des taux de cotisation afin d'obtenir la minimisation des accroissements successifs des taux de cotisation. On a représenté ce taux lissé dans l'hypothèse où le fonds démarrerait en $t = 1$ et serait épuisé en $t = T$. D'une façon générale, lors de son démarrage, le fonds de réserves est alimenté par deux sources :

- une surcotisation temporaire, c'est-à-dire un taux de cotisation appelé supérieur au taux de la répartition pure,
- éventuellement, une dotation initiale en début de période.

Dans un premier temps (pour $t < t^*$), les réserves sont accumulées au

sein du régime et sont investies sur le marché financier. Dans un second temps (pour $t > t^*$), elles sont utilisées pour financer les pensions courantes et permettent d'appeler les cotisations à un taux inférieur à celui de la répartition pure.

La taille du fonds de réserves va dépendre de plusieurs paramètres :

- la longueur de la période durant laquelle la procédure de lissage est mise en œuvre,
- le taux de surcotisation temporaire qui permet d'abonder le fonds, et éventuellement l'abondement initial, et le niveau des réserves souhaité en fin de période,
- le rendement des investissements financiers réalisée par le fonds de réserves.

Le taux de cotisation lissé et le fonds de réserves sont calculés simultanément en mettant en œuvre un programme d'optimisation. Au cours de la période de lissage de longueur T , le taux de cotisation lissé, noté Tl^* , obéit à la relation suivante :

$$Tl_t = Tc_t + \frac{1+r_t}{1+s_t} \cdot F_{t-1}$$

$t = 1, \dots, T$

$Tl_{T+1} = Tc_{T+1}$ (on fait l'hypothèse que le taux lissé rejoint le taux de la répartition pure au terme de la période de lissage)⁸, avec F_t le fonds de réserves F_t par unité de masse salariale ($F_t = \frac{F_t}{w_t \cdot C_t}$), r_t le taux de rendement des investissements du fonds, s_t le taux de croissance de la masse salariale $w_t \cdot C_t$.

Tc_t , r_t et s_t sont des variables exogènes établies lors de la projection. Les niveaux initial et terminal du fonds de réserves, F_0 et F_T , sont des variables de commande. On observe qu'un taux lissé supérieur au taux de la répartition pure est équivalent à un taux de croissance du fonds de réserves supérieur au taux de rendement du fonds r_t .

b. L'intérêt de la constitution d'un fonds de réserves.

Par construction, l'accumulation d'un fonds de réserves pour être

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. On attend donc des effets bénéfiques de cette programmation de l'évolution des taux de cotisation :

- le "choc" sur le coût du travail et la formation des salaires à la suite d'une augmentation brutale des taux de cotisation est atténué, voire supprimé. La fonction de lissage est synonyme de calendrier des augmentations (ou des baisses) déterminé à l'avance de telle sorte que les agents économiques peuvent adapter leurs comportements (offre de travail, consommation et épargne pour les ménages, demande de travail pour les entreprises). On attend des gains d'efficacité, d'autant plus élevés que les salariés perçoivent mieux la relation entre les cotisations qu'ils versent et la pension de retraite qu'ils percevront⁹,
- à la réduction des distorsions sur le marché du travail, il convient d'ajouter les effets de la répartition du risque démographique, par l'intermédiaire du fonds de réserves, sur plusieurs générations successives. Ces effets sont du domaine de la redistribution intergénérationnelle et intertemporelle des revenus. Aucune génération ne sera a priori lésée par des conditions démographiques défavorables puisqu'une partie des engagements en faveur des générations nombreuses est préfinancée. Ce mécanisme permet de satisfaire à

la condition d'équité intergénérationnelle dans un régime obligatoire selon laquelle personne ne doit être perdant à participer au régime de retraite par répartition. Seule la participation obligatoire au régime de retraite par répartition garantit que l'effort d'épargne préalable sera effectivement réalisé. L'intervention des pouvoirs publics est toutefois nécessaire pour que se noue ce type de contrat de partage du risque démographique entre les générations,

- la révision régulière des projections à long terme permet de fournir une information détaillée sur les conditions de l'équilibre des régimes par répartition et en conséquence de préparer suffisamment à l'avance les adaptations rendues nécessaires par l'évolution de l'environnement sociodémographique et économique,
- accessoirement, des gains macroéconomiques peuvent accompagner la politique de réserves lorsque celle-ci accroît l'épargne disponible pour le financement de l'investissement productif.

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 économies¹⁰.

L'utilisation et le placement du fonds de réserves : le partage du risque entre les générations.

a) Le constat

Les travaux de l'Advisory Council on Social Security chargé de faire des propositions de réforme du régime public de retraite américain ont relancé le débat sur l'utilisation et la stratégie d'investissement des réserves au moment où la pression est forte pour modifier radicalement l'organisation du système de retraite en faveur de la capitalisation. Dans son premier scénario intitulé "the Maintenance of Benefits Plan", l'Advisory Council propose de maintenir le système actuel de retraite par répartition à prestations définies en l'adaptant à la marge. La principale recommandation est d'investir le fonds de réserves en actions à hauteur de 40% alors qu'actuellement, il est en totalité investi en obligations spéciales émises par le Trésor américain et de fait, utilisé pour financer une partie de la dette fédérale¹¹.

La justification de cette mesure repose sur les rendements élevés observés sur longue période sur les marchés boursiers, rendements supérieurs au taux de croissance de la masse salariale qui est l'assiette des cotisations (par construction, un régime de retraite en répartition pure ne peut offrir sur longue période qu'un rendement inférieur au

9 Constituer des réserves collectives signifie également que le régime de retraite continuera à être financé par des cotisations sociales dont l'assiette est la masse salariale, c'est à dire que le régime par répartition restera un régime contributif.

10 Cf. Public Pension Surpluses and National Saving : Foreign Experience. Alicia MUNELL, Nicole ERNSBERGER. New England Economic Review, March-April 1989.

11 La proposition d'investir une partie du fonds de réserves en actions s'explique par le fait que la politique actuelle d'investissement en obligations publiques n'est pas considérée comme un support financier solide. En effet, l'utilisation des réserves dans le futur pour financer les pensions repose sur la capacité de l'État à lever à ce moment des impôts pour augmenter cette partie de la dette publique détenue par le fonds de réserves. L'utilisation de réserves investies en obligations publiques n'affecte pas directement la dette publique.

taux d'intérêt¹²). Les revenus financiers procurés par les investissements en actions du fonds de réserves seraient, selon ce scénario, suffisants pour maintenir le niveau des pensions sans accroître les taux de cotisation avant 2045. C'est également un moyen pour augmenter l'épargne nationale.

A la suite de cette proposition, un large débat a été ouvert concernant la relation entre la réforme du système de retraite et les marchés financiers¹³. Accroître la part des actions dans le fonds de réserves soulève en effet deux questions importantes : qui supportera le risque associé au rendement financier des actions dont la variabilité est plus forte que pour les obligations, quel sera l'impact des investissements du fonds sur le fonctionnement des marchés boursiers (composition et diversification du portefeuille, dimension politique du choix de portefeuille, degré de liberté des gestionnaires du fonds).

b) Les éléments du débat

Les régimes de retraite collectifs fournissent de l'assurance contre divers risques, et en particulier contre le risque de longévité. A cette dimension individuelle s'ajoute également une fonction de partage du risque entre les générations. C'est à cet aspect

que renvoie la question du risque induit par la volatilité du rendement des actions lorsque le fonds de réserves est investi en actions : quelles générations supporteront ce risque et ont-elles la possibilité de s'assurer. Le débat peut être résumé par les éléments suivants :

- les régimes par répartition font, et feront, face à des engagements non préfinancés (les droits à pension) qui deviendront de plus en plus élevés avec le vieillissement de la population. Aucune réforme ne peut faire disparaître cette charge sans, d'une part, détruire la confiance et l'adhésion des individus à un système obligatoire et sans, d'autre part, appauvrir considérablement la population actuelle des retraités et celle des futurs retraités. Il est en conséquence nécessaire de rechercher des ajustements qui accroissent les ressources financières des régimes de retraite tout en contribuant à renforcer le potentiel de croissance de l'économie. Cet objectif conduit à rechercher des modalités de réforme qui, d'une part, évitent ou diffèrent les hausses de cotisation pouvant avoir des effets indésirables sur le fonctionnement du marché du travail en termes de coût du travail et de chômage, d'autre part, accroissent le volume d'épargne disponible ou dirigent l'épargne vers le financement de l'investissement productif,

- Les individus sont habituellement soumis au cours de leur cycle de vie à deux catégories de risques concernant leurs revenus :

- les risques démographiques caractérisés par le taux de croissance de la population qui, en modifiant le ratio capital/travail, affecte à long terme le taux de salaire et le rendement du capital,

- les risques économiques liés aux chocs de productivité et à l'incertitude sur les futurs gains de productivité : les jeunes sont soumis au risque de productivité via leurs salaires et les retraités via les revenus de l'épargne liés au rendement du capital¹⁴.

Ces risques sont synonymes d'incertitudes sur les revenus perçus par les facteurs de production (travail et capital). Les individus ont alors intérêt à mettre en place des mécanismes de partage des risques afin de diminuer l'exposition aux risques. C'est ce que fait habituellement l'assurance privée avec toutefois la nécessité que les parties contractantes soient en vie au moment de la signature du contrat et que le résultat du risque se soit matérialisé. Or s'agissant de la retraite, un tel mécanisme ne peut fonctionner spontanément pour toutes les catégories de risques. Par exemple, lorsque les revenus de retraite résultent d'une épargne accumulée au cours de la vie active, le niveau futur de la

¹² Le rendement implicite des régimes par répartition (égal au taux de croissance de la masse salariale) doit être comparé au taux d'intérêt sans risque (celui des obligations publiques par exemple), et non pas au rendement observé sur le marché des actions.

¹³ Sur ce débat, plusieurs travaux récents ont été publiés :

- *Thinking about Social Security's Trust Fund*. Kent SMETTERS. Working Paper 97-21, Wharton School, The Pension Research Council.
- *Investing the Social Security Trust Fund in Equities : an Option Pricing Approach*. Kent SMETTERS. Technical Paper n° 1, August 1997, Congressional Budget Office.
- *Social Security Reform and Financial Markets*. Henning BOHM. Mimeo June 1997, University of California at Santa Barbara.
- *Risk Sharing in a Stochastic Overlapping Generations Economy*. Henning BOHM. Mimeo June 1997, University of California at Santa Barbara.
- *Investing Social Security Funds in Stocks*. B. HAMMOND, M. WARSHAWSKY. *Benefits Quarterly*, Third Quarter, 1997.
- *Comments on «Social Security Reform and Financial Markets»* by H. BOHM, M. WARSHAWSKY, Mimeo 1997, TIAA-CREF.
- *Council of Economic Advisers. Rapport au Président des États Unis, 1997, chapitre 3, «Economic Challenges of an Aging Population».*
- *Intergenerational Risk sharing, Stability and Optimality of Alternative Pension Systems*. John HASSLER, Åsger LINDBECK, Working Paper IIES, October 1997.
- *Investing the Assets of the Social Security Trust Funds in Equity Securities : an Analysis*. Lawrence WHITE, ICI Perspective, volume 2, n° 4, May 1996.
- *Investing U.S. Social Security Trust Funds in Private Securities*. Michael LEIDY, FMI Working Paper 97/112, September 1997.
- *In Defense of Pay-as-you-go (Paygo) Financing of Social Security*. Robert BROWN, mimeo n° 96-19, University of Waterloo

¹⁴ Toutefois, les jeunes peuvent avoir moins d'aversions pour le risque que les retraités et peuvent, d'autre part, répartir sur un plus grand nombre de périodes les chocs tempo-

retraite dépendra du rendement des actifs dans lesquels cette épargne est investie. Ce rendement variera en fonction des gains de productivité réalisés dans l'économie et de la volatilité des marchés financiers, induisant une incertitude sur le niveau de vie pendant la retraite. Le partage du risque, synonyme de réduction de l'incertitude, impliquerait de nouer un contrat avec les futures générations qui ne sont pas encore nées, celles qui seront actives au moment où seront perçus les revenus de retraite. Il n'existe pas nécessairement un ensemble de marchés complets permettant cet échange fructueux.

- l'intervention de l'État en cette circonstance est nécessaire pour organiser l'allocation inter-générationnelle du risque, c'est à dire le partage des risques entre les générations qui ne sont pas contemporaines. En matière de retraite, la technique de la répartition est l'un de ces mécanismes permettant le partage des risques¹⁵. Dans un régime en annuités, les salariés de la période courante ont la promesse d'obtenir un rendement garanti de leurs contributions, la garantie étant portée par les salariés de la génération suivante qui pourront subir une augmentation de taux de cotisation si les conditions démographiques et économiques se détériorent. Ce mécanisme contribue à lisser la consommation sur le cycle de vie et à en

réduire la variance, ce qui est susceptible d'améliorer la situation des différentes générations.

Une fonction des régimes obligatoires de retraite par répartition, et plus généralement des assurances sociales obligatoires, est donc d'organiser un partage des risques démographiques et économiques entre les générations, et en particulier avec celles qui ne sont pas encore nées, sous l'égide de la puissance publique. Dans ce cadre, la relation avec les marchés financiers a été principalement étudiée du point de vue de l'impact des régimes par répartition sur les comportements individuels d'épargne, les réserves collectives étant investies en titres de taux (obligations) émis par l'État, ayant un rendement certain et sans risques. De fait, si les régimes par répartition réduisent les incitations individuelles à épargner (et donc évincent l'investissement), ils affectent la redistribution intergénérationnelle des revenus.

c. L'impact du fonds de réserves investi en actions.

La proposition d'un fonds de réserves investi en actions pourrait être interprétée comme la promesse d'un «repas gratuit», en raison des rendements élevés observés sur longue période sur les marchés boursiers, en comparaison avec le rendement des

obligations. C'est cette propriété que retiennent plus généralement les avocats d'une transformation radicale du système de retraite en faveur de la capitalisation. Elle apporterait une solution au problème de financement des retraites tout en favorisant l'épargne¹⁶.

Toutefois, cette approche omet ou minimise la question de la répartition du risque entre les générations¹⁷. Dans le cas d'un fonds de réserves investi en actions, le risque sur le rendement est totalement reporté sur les générations futures. Selon K. Smetters, le partage du risque dans un régime par répartition dont le fonds de réserves est investi en actions, est équivalent à «un transfert intergénérationnel d'options call et put, c'est à dire à contrats de futures»¹⁸ qui assure que le fonds de réserves atteindra le rendement anticipé. Toutefois, lorsque le montant de la pension est fondé sur le calcul d'annuités dont le rendement est garanti, ce partage des risques représente actuariellement un prélèvement sur les futures générations aussi important que laisser le fonds investi en obligations et augmenter les prélèvements sur les seuls futurs salariés. Autrement dit, ce sont les futurs contribuables qui collectivement supporteront les risques associés au rendement des actions alors qu'ils pourraient ne

15 Un régime en capitalisation ne peut fournir de l'assurance contre le risque de rendement des actifs investis pour financer les engagements, sauf si ce régime a des opportunités d'investissement que n'ont pas les individus. Dans un régime à cotisations définies par exemple, les retraités bénéficieront en totalité des bonnes performances du régime (quand le rendement est supérieur au taux des actifs sans risques) mais subiront également les mauvaises performances sous la forme de pensions plus faibles lorsque le rendement est inférieur au taux sans risques. C'est ce qui fait dire qu'en capitalisation pure, les risques sont très inégalement répartis, générant des inégalités de revenus qui peuvent ne pas être souhaitables (par exemple lorsque les pensions de retraite professionnelles sont inférieures à un minimum). Paradoxalement, les avocats d'une transformation radicale du système de retraite américain vers un système en capitalisation individuelle, mettent en avant «l'insécurité» concernant le niveau de la retraite qu'offre un régime en répartition en phase de vieillissement de la population.

16 Il est nécessaire d'être prudent lorsqu'on compare le rendement de différentes classes d'actifs financiers. En effet, postuler que se perpétuera dans le futur le rendement très élevé des actions actuellement observé, signifierait que :

- les taux de croissance de l'économie seraient bien plus rapides que ceux qui sont habituellement retenus dans les exercices de projection à long terme,
- la déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des profits serait incompatible avec les hypothèses concernant l'évolution de l'emploi et du salaire par tête,
- les ratios price earning devraient battre des records.

Ces observations plaident pour que soit établi un ensemble cohérent d'hypothèses démographiques et économiques lorsque sont examinés différents scénarios d'adaptation des régimes de retraite.

17 Pour éviter que les retraités soient exposés au risque de rendement pour la totalité de leur pension de retraite, la plupart des auteurs favorables à un système de retraite en capitalisation préconisent la mise en place d'un premier étage versant à tous les individus une pension forfaitaire minimale financée par l'impôt.

pas souhaiter porter ce risque ou qu'ils n'auraient pas choisi de le prendre pour eux-mêmes¹⁹.

d. La gestion du fonds de réserves.

A la question du partage du risque entre les générations s'ajoute celle de l'impact de la stratégie d'investissement du fonds de réserves sur le fonctionnement des marchés boursiers. Les gestionnaires du fonds de réserves 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 réserves, on peut citer les thèmes suivants :

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

lité 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 par répartition ?
- les effets des investissements financiers du fonds de réserves 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.

Certains opposants à la proposition d'investir le fonds de réserves en actions sont plus virulents puisqu'ils considèrent que l'intervention des pouvoirs publics sur les marchés boursiers conduirait progressivement à une «socialisation» d'une large portion de l'économie²⁰ : l'État, via le fonds de réserves, deviendrait le plus important détenteur d'actions, avec un pouvoir de contrôle de la plupart des entreprises privées. Par ailleurs, en raison des influences politiques, il n'aurait pas une gestion suffisamment rigoureuse, ce qui le rendrait incapable d'obtenir des rendements élevés. Toutefois, à cette critique, on pourrait objecter qu'une gestion passive du fonds de réserves serait également inefficace.

Conclusion

Ce bref panorama montre toute la complexité des relations entre les systèmes de retraite et les marchés financiers. Il en ressort que les pouvoirs publics seront appelés à rendre des arbitrages concernant la répartition des risques entre les générations, quelles que soient les modalités retenues pour adapter les régimes de retraite aux fortes irrégularités démographiques induites par le vieillissement de la population. Il est sans doute trop tard pour mettre en place, dans le système français de retraite, un fonds de réserves destiné à lisser les futures augmentations de taux de cotisation : les réserves accumulées seraient sans doute insuffisantes pour accomplir cet objectif et, par ailleurs, il serait nécessaire d'introduire dès maintenant une surcotisation temporaire au moment où les différents régimes de Sécurité Sociale font face à des déficits récurrents. Néanmoins, si on accepte l'hypothèse que, dans l'espace européen, les rendements sur les marchés financiers sont durablement plus élevés que la croissance de la masse salariale, la question reste posée de la création d'instruments d'épargne retraite investis en actifs financiers, susceptibles de bénéficier de ces rendements plus élevés et compléter les promesses de pension des régimes en répartition pure.

¹⁹ Les salariés peuvent considérer qu'ils acquièrent un «droit» à un rendement garanti dès lors qu'ils ont contribué à l'accumulation de réserves collectives pendant leur vie active. Cet argument renforce la probabilité que le risque sur le rendement du fonds de réserves soit effectivement supporté par les futures générations.

²⁰ Cf. Privatizing the Social Security Trust Fund ? Don't Let the Government Invest. K. OSTASZEWSKI, *The Cato Project on Social Security Privatization*, n° 6 janvier 1997.