

NAJAT EL MEKKAOUI¹

COMPORTEMENTS FINANCIERS DES FONDS DE PENSION DANS LES PAYS DE L'OCDE

RÉSUMÉ. L'épargne privée pour la retraite sous forme de fonds de pension tient une place importante dans la plupart des pays de l'OCDE. Ces fonds, par la taille des actifs gérés, représentent un investisseur institutionnel majeur. L'objet de cet article est de présenter les comportements financiers des fonds de pension dans les pays de l'OCDE. Une analyse comparative du volume, de la structure de l'actif du portefeuille et de la performance des fonds de pension dans treize pays de l'OCDE est menée. Toutefois, du fait de ses particularités, nous insistons sur le cas britannique. Il apparaît que les fonds de pension anglo-américains privilégient les marchés des actions, contrairement à la plupart des fonds européens et japonais qui se positionnent principalement sur les marchés obligataires. L'environnement réglementaire

semble fortement orienter leur choix en matière de structure de portefeuille. Bien que l'on observe, depuis la fin des années quatre-vingt, un accroissement de la diversification internationale de leurs portefeuilles, le volume des actifs diversifiables sur les marchés internationaux des capitaux demeure relativement faible. Les pays où les fonds de pension ont obtenu les meilleures performances sont ceux où le portefeuille est fortement composé d'actions nationales et internationales.

Classification JEL : G23

1. Najat El Mekkaoui, chargée d'enseignement et de recherche à l'université Paris IX-Dauphine, est rattachée au Centre d'Etudes et de Recherches sur la Dynamique des Organisations (CERDO). Elle tient à remercier Jean-Marc Siroën, Alain Bienaymé, E.P. Davis, G. Gallais-Hamono, Sylvie Javelot, Bertrand Maillet, Luciano Reni, Jérôme Sgard, le Groupement des Assurances de Personnes (GAP) et en particulier Jean-Pierre Moreau, Jérôme Cornu et Hervé Pagenelle, l'Observatoire des Retraites et en particulier Arnault D'Ivoire, l'IRES, et les deux lecteurs anonymes pour leurs conseils et commentaires. Les propos du présent article n'engagent que l'auteur.

Depuis le début des années quatre-vingt, le paysage financier mondial a été profondément renouvelé par le développement de nouveaux marchés (les euro-marchés, les marchés à terme, etc.), l'apparition de nouveaux produits financiers (les obligations à coupon zéro, les contrats *futures* et d'options, etc.), enfin le décloisonnement des marchés de capitaux et la déréglementation. Ces évolutions ont favorisé la multiplication des transferts financiers entre les agents et entre les pays (Bourguinat, 1992). Parallèlement à ces mutations, on observe le développement des investisseurs institutionnels, particulièrement, des fonds de pension, dont le poids sur les marchés internationaux de capitaux s'est fortement accru, tant en termes de flux que de stocks. Ainsi, au sein de l'Union européenne, les fonds de pension comptent aujourd'hui parmi les plus grands opérateurs financiers, et, depuis le début des années quatre-vingt, ils tendent de manière croissante à diversifier leurs portefeuilles sur le plan international (Goldstein & alii, 1993 ; Chuhan, 1994 ; Davis, 1988, 1991, 1993, 1995) : ce dernier mouvement a été un des principaux facteurs sous-jacents aux mouvements internationaux de capitaux au cours de cette décennie (Banque des Règlements Internationaux, *Rapport annuel*, juin 1994).

L'objet de cet article est de présenter la capacité d'investissement des fonds de pension détenus dans les pays industriels et d'étudier leurs comportements financiers², à partir notamment d'une analyse comparative du volume, de la structure du portefeuille et de la performance des fonds de pension publics et privés, dans treize pays de l'OCDE³. Celle-ci montre que d'une part, la nature des actifs détenus par les fonds de pension est affectée par le contexte réglementaire qui prévaut en matière d'investissement (Blake, 1992 ; Davis, *op. cit.* ; Reisen & Williamson, 1994) et que, d'autre part, la politique fiscale pèse aussi sur l'évolution de la structure d'actifs des fonds de pension (Bodie, 1990 ; Davis, *op. cit.*) ; d'où l'étude comparative de l'environnement réglementaire et fiscal applicable aux fonds de pension dans ces pays de l'OCDE.

Vu l'expérience britannique en matière de fonds de pension et leur très forte capacité d'investissement sur les marchés internationaux de capitaux, l'article retrace ensuite leurs comportements à travers une analyse quantitative de ces fonds de pension britanniques, en terme de flux et d'encours, sur la période 1963-1994⁴.

2. Les statistiques relatives aux fonds de pension montrent des différences selon les sources. Ces divergences sont dues à l'utilisation de méthodes différentes dans la collecte et le traitement des données. Ainsi, par exemple, certains organismes ne considèrent pas dans le montant total des encours des fonds de pension les capitaux gérés par certaines institutions telles que les banques et les sociétés d'assurance alors que d'autres les intègrent. De même, certains organismes distinguent les capitaux des fonds de pension du secteur privé de ceux du secteur public et d'autres non. On observe également des institutions qui associent les capitaux gérés par les régimes complémentaires par répartition avec ceux des fonds de pension. Tenant compte de ces divergences, nos données proviennent, lorsque cela est possible, des organismes nationaux de statistiques, de l'European Federation for Retirement Provision (EFRP), de Phillips and Drew Fund Management Ltd (PDFM) et de la base de données Datastream. Les statistiques présentées dans cette étude ont également été recueillies lors de voyages d'études effectués en Grande-Bretagne.

3. Etats-Unis, Japon, Grande-Bretagne, Allemagne, Pays-Bas, Suisse, Canada, Australie, Suède, Norvège, Irlande, Belgique et Portugal.

4. Voir également Groupement des Assurances de Personnes, 1996.

Définition, classification et contexte réglementaire des fonds de pension

Définition et classification

Les fonds de pension regroupent l'ensemble des caisses de retraite des salariés créées au sein des entreprises ou groupes d'entreprises du secteur privé (fonds de pension privés) et du secteur public (fonds de pension des entreprises et des administrations publiques). Ces fonds collectent les contributions salariales et/ou patronales, les gèrent par capitalisation, et financent les retraites sous forme de versement d'un capital ou d'une rente viagère. Ils représentent une forme d'assurance retraite⁵. L'institution d'un fonds de pension met en relation plusieurs parties : une personne morale (le fonds), un contractant (une entreprise ou une personne privée) et une société gestionnaire (une banque d'investissement ou une société d'assurance, par exemple).

On distingue deux types de fonds de pension, selon qu'ils fonctionnent selon un régime à prestations définies ou à cotisations définies (Bodie, *op. cit.* ; Turner & Beller, 1992 ; apRoberts & Reynaud, 1992 ; Davis, *op. cit.*). Dans le premier cas, le montant des prestations à verser (la pension de retraite) est fixé à l'avance, alors que dans le second, l'engagement concerne les cotisations versées pendant la vie active, les prestations étant alors déterminées par le volume total et le rendement des placements. Dans un régime à prestations définies l'employeur supporte l'intégralité des risques financiers, ce qui n'est pas le cas pour les fonds à cotisations définies où ils sont assumés par les salariés. La plupart des fonds de pension des pays de l'OCDE sont des régimes à prestations définies. Néanmoins, depuis quelques années on observe une forte augmentation du nombre des régimes à cotisations définies (notamment en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis, au Danemark et en Australie), les deux types de régimes pouvant ainsi être mis en place conjointement.

Aux Etats-Unis, en Irlande et en Grande-Bretagne, les fonds de pension s'établissent principalement sous forme de *Trust* ou de fiducie⁶. Aux Pays-Bas, en Suisse, en Belgique et au Portugal, les fonds de pension ont le statut juridique de fondation, de société anonyme ou d'association. Ces fonds sont des personnes morales distinctes, sur le plan juridique, de l'entreprise initiatrice. En Allemagne, en revanche, la plupart des entreprises n'établissent pas d'institutions autonomes et procèdent à des engagements directs, à travers la constitution de réserves comptables inscrites au bilan de l'entreprise. Les rentes de vieillesse sont alors

5. Voir Bodie, 1990.

6. Une fiducie est une société par laquelle une personne ou un groupe de personnes (les administrateurs fiduciaires) détient et/ou gère un bien au nom d'autrui. Ainsi, les administrateurs fiduciaires détiennent et/ou gèrent les actifs d'un fonds de pension au profit de ses adhérents et de ses bénéficiaires.

financées au moyen de ces réserves, ou « réserves de pension ». Toutefois, les entreprises allemandes qui n'ont pas recours à ce type de financement ont la possibilité de créer une caisse de retraite autonome ou une caisse de secours ayant un statut juridique spécial : contrairement au cas précédant, ces caisses bénéficient alors de la personnalité juridique et ont un patrimoine clairement différencié de celui de l'entreprise. L'institution des fonds de pension prend ainsi une forme différenciée selon le pays. Les règles prudentielles relatives aux placements des fonds de pension sont également distinctes selon le pays considéré.

Les règles prudentielles en matière de placement

Les autorités de tutelles de la plupart des pays de l'OCDE édictent des règles prudentielles plus ou moins contraignantes en matière d'investissement des fonds de pension. Ces règles visent à limiter les montants des placements par catégorie d'actifs, à contrôler la dispersion de l'investissement dans les classes d'actifs, et à restreindre les placements dans l'entreprise promotrice du fonds, et ce afin de protéger les bénéficiaires en cas de faillite. Ces règles visent ainsi à garantir la sécurité des placements et à assurer une répartition des risques. L'obligation principale des fonds de pension est d'agir au mieux dans l'intérêt des bénéficiaires : ce principe est stipulé par la principale directive édictée en la matière par la Commission européenne (Commission européenne, 1994a) et il est généralement repris par les législations nationales, ainsi que par la réglementation américaine qui requiert également prudence et diversification des risques de placements (ENCADRÉ).

ENCADRÉ 1

Le cadre réglementaire des fonds de pension aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act, 1974) définit le cadre général du fonctionnement des fonds de pension. Cette loi s'applique surtout aux fonds de pension des entreprises privées. Les fonds de pension publics, qui couvrent les agents des états et de municipalités, sont régis par une réglementation spécifique. La Pension Benefit Guaranty Corporation (PBCG), agence fédérale, garantit le versement des retraites aux bénéficiaires des fonds de pension. Le Department of Labor et l'Internal Revenue Service sont chargés du contrôle des fonds de pension. L'Internal Revenue Service vérifie si les fonds de pension respectent les critères de fonctionnement définis par la réglementation ERISA et le Tax Reform Act de 1986 pour l'octroi des avantages fiscaux.

Soulignons l'absence de règles précises en matière de contrôle des opérations financières des fonds de pension en Grande-Bretagne jusqu'en avril dernier. A la suite de l'affaire Maxwell, le gouvernement britannique a chargé une commission, présidée par Roy Goode, d'étudier les fragilités du système et de formuler des propositions pour y remédier. Les recommandations émises par le Rapport Goode ont été pour la plupart acceptées par le gouvernement et ont pris effet en avril dernier sous la forme de la *Pension Act 1995*. Les principales mesures prévues par la loi sont la création d'un fonds de compensation, d'un organe de régulation des fonds de pension dont la responsabilité est de contrôler leur solvabilité, la garantie de la participation des bénéficiaires au fonds de pension et l'obligation de provisionner les engagements.

Ainsi, pour limiter le risque de pertes importantes, les fonds américains ne peuvent investir plus de 10 % du montant total de leurs avoirs dans l'entreprise initiatrice, plafond qui est limité à 5 % dans le cas de la Grande-Bretagne, de l'Irlande et des Pays-Bas, où les fonds de pensions ont connu le développement le plus rapide. En Allemagne⁷, les actions ne doivent pas représenter plus de 20 % du montant total des actifs pour les réserves bloquées, 25 % en réserves disponibles et 5 % dans les autres sociétés allemandes. Les investissements en actions et obligations internationales sont limités à 4 %. En Suisse, les investissements des fonds de pension en actions nationales ne doivent pas excéder 50 % du montant total du portefeuille. Sur le marché de l'immobilier, le taux est également fixé à 50 % du montant total des avoirs. Les titres étrangers sont limités à 20 % du montant total des actifs.

L'importance financière des fonds de pension

L'encours des fonds de pension

Les fonds de pension constituent un investisseur institutionnel de premier plan. L'importance financière de ces fonds peut être appréhendée à partir de leur stock d'avoirs (TABLEAU 1).

TABLEAU 1

	Montant des actifs		Montant par habitant En milliers de dollars
	En milliards de dollars	En % du PIB	
Etats-Unis*	2 908	49	12
Japon	1752	42	14
Grande-Bretagne	726	77	13
Allemagne	254	15	3
Pays-Bas*	216	68	14
Suisse	195	83	28
Canada*	162	29	6
Australie	122	43	7
Suède*	62	25	7
Norvège*	31	27	7
Irlande*	14	28	4
Belgique*	6	3	1
Portugal*	2	3	-

* Données 1992

Sources : Phillips & Drew Fund Management Ltd - PDFM (1995), European Federation for Retirement Provision - EFRP (1994), et *Principaux Indicateurs Economiques*, OCDE (1995).

7. A travers les engagements au bilan, l'investissement dans l'entreprise initiatrice est de 100 %. Pour se prémunir contre un éventuel risque de faillite, l'entreprise contracte une police d'assurance contre l'insolvabilité auprès de l'organisme agréé (Pensionversicherungsverein). Il s'agit ainsi d'une protection juridique contre l'insolvabilité qui s'applique dès qu'une entreprise est mise en cause, directement ou indirectement, pour le paiement d'une pension retraite.

Le poids relatif des actifs financiers des fonds de pension varie selon les états membres : en terme d'encours, les fonds de pension américains sont les plus importants. En 1995, ils géraient 4037 milliards de dollars⁸, une somme supérieure à celle gérée respectivement par les sociétés d'assurance, les sociétés d'investissement et les banques américaines. Leur apport en capitaux à l'économie américaine est, en conséquence, supérieur à celui des autres catégories d'investisseurs. Les fonds de pension américains les plus importants sont issus du secteur public, notamment le California Publics Employee Retirement System (Calpers, 77 milliards de dollars), The California State Teachers Retirement System (Calstrs, 47 milliards de dollars), The Colorado Public Employee Retirement System (Colpera, 13 milliards de dollars), The New York City Pension Funds System (NYC, 24 milliards de dollars)⁹.

En part du PIB, c'est cependant en Europe que s'observent les plus fortes capitalisations en fonds de pension, notamment en Suisse, en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas (GRAPHIQUE 1). Ce classement est globalement confirmé par le volume des actifs rapporté à la population (GRAPHIQUE 2) : dans l'ensemble des pays étudiés, le taux de couverture de la population active est environ de 50 %, excepté en Suisse et aux Pays-Bas où le taux est respectivement de 90 % et de 83 %. Toutefois des différences importantes peuvent découler du caractère obligatoire de l'adhésion à un fonds, comme c'est le cas en Suisse, au Danemark et en Australie, puis de leur couverture plus ou moins large selon le secteur d'activité, la catégorie socio-professionnelle, le sexe et la taille de l'entreprise. Ainsi, de manière générale, les salariés du secteur public sont mieux couverts que ceux du secteur privé, de même que les hommes par rapport aux femmes, et les salariés des grandes entreprises par rapport à ceux des petites et moyennes entreprises.

L'évolution de l'actif des fonds de pension

L'importance financière des fonds de pension sur les marchés de capitaux s'est accrue dans la plupart des pays industriels. Plusieurs facteurs ont contribué à la croissance de ces actifs. Ainsi, la fiscalité préférentielle, en matière de versements de cotisations et/ou de contributions et/ou de revenus des placements, a été un facteur déterminant de l'évolution des actifs des fonds de pension (Bodie, *op. cit.* ; Davis, *op. cit.*). Les dispositions réglementaires peu contraignantes en matière d'allocation d'actifs sont également un facteur qui favorisent une politique dynamique de gestion financière des fonds de pension (Blake, 1992 ; Davis, *op. cit.* ; Reisen & Williamson, *op. cit.*). L'évolution des rendements des marchés financiers permet aussi de comprendre celle des actifs détenus par les fonds de pension dans les pays de l'OCDE (Davis, 1988).

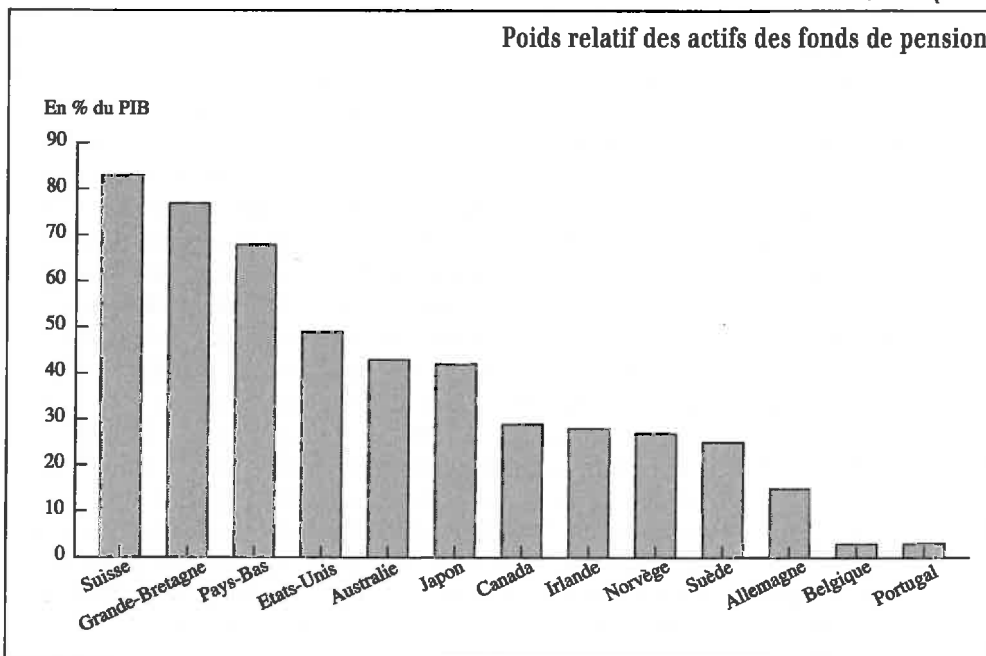
Parmi les pays étudiés, ceux qui appartiennent à l'Union européenne accordent généralement un traitement fiscal nettement favorable aux fonds de pension¹⁰. En Grande-Bretagne les contributions des employeurs et des salariés aux fonds de pension (bénéfice et revenu imposables) sont défiscalisés, de même que les

8. Voir Board of Governors of the Federal Reserve System, 1996.

9. Les chiffres entre parenthèse correspondent aux actifs détenus à la fin de l'année 1994.

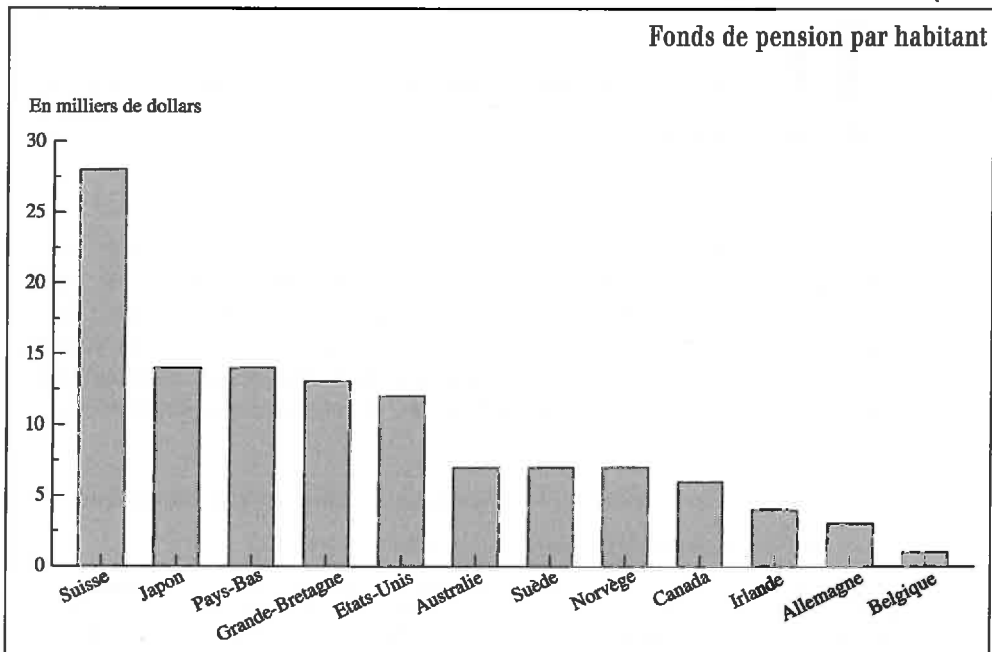
10. Voir Commission européenne, 1994a.

GRAPHIQUE 1



Sources : Philipps & Drew Fund Management Ltd - PDFM (1995), European Federation for Retirement Provision - EFRP (1994), et Principaux indicateurs économiques de l'OCDE (1995).

GRAPHIQUE 2



Sources : Philipps & Drew Fund Management Ltd - PDFM (1995), European Federation for Retirement Provision - EFRP (1994), et Principaux indicateurs économiques de l'OCDE (1995).

revenus des placements des actifs des fonds de pension ; en revanche, les prestations (les retraites) sont soumises à l'impôt sur le revenu. L'Irlande et les Pays-Bas suivent globalement un système d'imposition de ce type, bien que l'imposition des retraites suivent un barème relativement favorable, comparé aux revenus du travail. En Suisse, au Japon, au Canada et aux Etats-Unis, les fonds de pension bénéficient également de régimes fiscaux favorables ¹¹, les revenus des placements étant affranchis de toute imposition, à l'exception du Japon. En Allemagne, les versements des employeurs aux réserves, dans le cadre des plans à provision comptables, sont entièrement déductibles et les prestations sont imposées comme les revenus du travail. Dans le cas de caisses autonomes, les contributions patronales sont également déductibles et les prestations bénéficient d'un taux d'imposition avantageux. Les intérêts et dividendes des investissements effectués par les caisses de retraite et les caisses de secours ne sont pas taxés.

Sur moyenne période, l'actif des fonds américains a progressé à un rythme moyen de 12 % en terme nominaux ¹² de 1983 à 1992, atteignant 2 908 milliards de dollars, contre 16 % en Grande-Bretagne, entre 1983 et 1993 ¹³, qui affiche le taux d'expansion le plus rapide de l'échantillon, avec les Pays-Bas (15,6 %). En outre, cette croissance rapide des fonds américains et britanniques n'est pas le résultat de l'accroissement du nombre des cotisants qui est resté globalement stable depuis le début des années soixante ¹⁴ et qui représente environ 50 % de la population active dans les deux pays. Dans les autres pays, les taux de croissance sont légèrement inférieurs, contenus entre 9 % et 11 % (Japon, Canada, Suisse, Suède, Norvège) ¹⁵.

Le contexte réglementaire influe également les stratégies d'investissement adoptées par les fonds de pension issus de différents pays.

Diversification et performance des fonds de pension

La structure du portefeuille

Les choix réalisés en termes de répartition des avoirs de ces institutions, selon les catégories d'actifs et les places financières, sont un facteur significatif de l'évolution des actifs des fonds de pension, qui peuvent inclure ainsi des plus-values en capital plus ou moins importantes selon les pays et les périodes. Leur comportement en matière de placement peut être classé, habituellement, selon deux critères : actions *versus* obligations, et national *versus* international.

11. Voir Davis, 1995. Au Canada, une taxe de 1 % s'applique dès que les investissements en titres internationaux sont supérieurs au taux autorisé.

12. Calculs de l'auteur d'après Board of Governors of the Federal Reserve System, *op. cit.*

13. Calculs de l'auteur d'après Central Statistical Office (CSOa).

14. Pour différentes années, les taux de couverture de la population active par les fonds de pension (à prestations définies) en Grande-Bretagne sont les suivants : 1963 : 48 % ; 1967 : 53 % ; 1971 : 49 % ; 1975 : 49 % ; 1979 : 50 % ; 1983 : 52 % ; 1987 : 49 % ; 1991 : 48 %. Ceux pour les Etats-Unis : 1960 : 41 % ; 1965 : 43 % ; 1970 : 45 % ; 1975 : 45 % ; 1980 : 46 % ; 1985 : 46 % ; 1986 : 46 % ; 1987 : 46 %. Source : Hannah, 1986.

15. Calculs de l'auteur d'après les données de l'European Federation for Retirement Provision (EFRP) et de Phillips and Drew Fund Management Ltd (PDFM), 1994.

FONDS DE PENSION DANS LES PAYS DE L'OCDE

ACTIONS VERSUS OBLIGATIONS. Les fonds de pension anglo-américains privilégient fortement les placements en actions, contrairement à ce qui s'observait, par exemple, au cours des années cinquante où les obligations représentaient la plus large part des portefeuilles : la proportion d'actions nationales parmi les actifs détenus par les fonds de pension est passée ainsi à 47 % en 1993 (7,7 % en 1950), contre respectivement 30 % et 67 % pour les obligations nationales (TABLEAU 2)¹⁶. Il est probable que cette évolution reflète, pour partie au moins, une meilleure protection contre l'inflation et une meilleure rémunération des actions : à moyen et long terme, les investissements en actions obtiennent un rendement supérieur à celui des autres catégories d'actifs¹⁷. En revanche, en Grande-Bretagne, l'investissement en actions nationales est une tradition ancienne, ces actifs représentant 54 % du portefeuille en 1994, contre 48 % en 1962¹⁸ (respectivement 10 % et 50 % pour les obligations nationales). Les comportements des fonds de pension ont donc convergé dans les deux pays vers une exposition assez importante à des actifs à forte volatilité, et à risque plus élevé, susceptibles d'imposer des pertes en capital importantes. Cette tendance s'oppose à celle de la plupart des fonds en Europe continentale et au Japon qui privilégient les marchés obligataires nationaux : cas de la Suède (92 %), de la Norvège (74 %), du Portugal (73 %), de l'Allemagne (67 %), des Pays-Bas (49 %) et de la Suisse (54 %) (TABLEAU 2).

NATIONAL VERSUS INTERNATIONAL. La part des titres internationaux dans le portefeuille des fonds de pension irlandais, belges, britanniques, néerlandais, japonais et australiens est relativement élevée. Ainsi, les fonds de pension en Irlande placent 45 % de leurs avoirs sur les marchés internationaux, les fonds de pension en Belgique, en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas, près de 30 % (TABLEAU 2). L'étroitesse du marché national de capitaux est vraisemblablement une contrainte dans le cas des plus petits pays¹⁹, alors que dans le cas britannique, l'accroissement des investissements sur les marchés internationaux est plutôt lié à une législation libérale et à la suppression du contrôle des changes en 1979 (Davis, *op. cit.*). Les fonds australiens et japonais placent respectivement 15 % et 10 % de leurs avoirs en titres internationaux, le Japon ayant relevé le plafonnement initial qui limitait la diversification internationale des portefeuilles (Nakao, 1990).

Une diversification s'observe ainsi au niveau de la répartition internationale des investissements réalisés par les fonds de pension issus des pays industriels. Mais, de manière générale, ceci est récent, bien que la démonstration ait été faite dès la fin des années soixante qu'une telle diversification internationale permettait de limiter les risques par rapport à une stratégie d'investissement purement nationale (Grubel, 1968 ; Levy & Sarnat, 1970 ; Solnik, 1974). Toutefois, encore aujourd'hui, les fonds n'investissent qu'une part limitée de leurs portefeuilles en

16. Voir Board of Governors of the Federal Reserve System, *op. cit.*

17. Cette évolution n'a, toutefois, rien d'inélectable.

18. Central Statistical Office (CSO), *op. cit.*

19. Toutefois, dans le cas de l'Irlande, les placements en actifs étrangers ont été favorisés avec la levée du contrôle des changes en 1988.

TABLEAU 2

Structure du portefeuille des fonds de pension par catégorie d'actifs fin 1994

	En %												
	Etats-Unis	Japon	Gr.-Br.	Allemagne	Pays-Bas	Canada	Suisse	Australie	Suède	Norvège	Irlande	Belgique	Portugal
Actions nationales	47	22	54	10	9	37	8	37	5	6	25	14	1
Actions internationales	10	4	23	1	20	16	5	13	0	1	42	17	0
Immobiliers	5	3	5	12	13	1	19	9	2	5	6	11	6
Liquidités	6	8	4	8	2	7	9	18	1	9	5	8	19
Obligations nationales	30	57	10	67	49	54	54	21	92	74	19	38	73
Obligations internationales	2	6	4	2	7	5	5	2	0	5	3	12	1
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : Phillips & Drew Fund Management Ltd - PDEFM (1995).

titres étrangers : celle-ci atteint un niveau record de 45 % dans le cas des fonds irlandais et de 27 % dans le cas des fonds néerlandais et britanniques, mais reste sinon nettement inférieures, à 12 % par exemple, dans le cas américain (TABLEAU 2).

Plus récemment encore, les fonds issus des pays industriels se sont orientés vers les bourses des pays émergents²⁰. Différentes études empiriques constatent d'ailleurs les avantages pour un investisseur issu de l'OCDE à investir sur ces marchés²¹ : en principe, ceux-ci permettent d'augmenter le rendement moyen des fonds, aussi longtemps que la croissance moyenne de ces pays reste sensiblement supérieure à celle de l'OCDE. Ceci est au demeurant confirmé par la performance de ces marchés émergents au cours des dernières années (Fisher & Reisen, 1994).

En termes de performances annuelles moyennes, ce sont les fonds britanniques, australiens et irlandais qui ont les meilleurs résultats, parmi les pays de l'OCDE, sur la période 1984-1993 (respectivement 10,3, 11,4 et 10,2 en termes réels²²), alors qu'ils se caractérisent aussi par une part importante de leur portefeuille investie en actions nationales et étrangères (TABLEAU 2). Au sein des pays de l'Union européenne, ce sont les fonds britanniques qui ont été les plus rentables. L'étude plus détaillée du comportement financier de ces fonds, sur la période 1962-1994, permet de mieux apprécier leurs stratégies financières, leur performance et le type de risque qu'ils acceptent.

L'analyse quantitative de l'actif des fonds de pension britanniques

L'encours des fonds

L'étude temporelle de l'encours des fonds de pension britanniques permet de mesurer leur poids dans l'économie britannique. Sur la période 1962-1994, l'actif a progressé à un rythme moyen de 15,9 % en monnaie courante (7,7 % en monnaie constante). On distingue toutefois deux sous-périodes assez nettement opposées (GRAPHIQUE 3). De 1962 à 1974, la progression des fonds peut être qualifiée de moyenne, avec une croissance de l'encours de 8,3 % en moyenne en termes nominaux, soit seulement 2 % en termes constants ; cet écart est lié au rythme d'inflation soutenu, observé en Grande-Bretagne au cours des années soixante-dix. Ceci explique que durant cette période, le poids des fonds de pension rapporté au PIB se soit réduit de 13,9 % en 1962 à 12,4 % en 1974 (GRAPHIQUE 3). Depuis 1974, en revanche, les fonds britanniques ont progressé de 20,8 % en moyenne pour atteindre 451 milliards de livres en 1994 ; en monnaie constante, la progression est de 11,2 %. En proportion du PIB, cette croissance rapide a fait passer la capitalisation des fonds à 67,4 % en 1994 (76 % en 1993).

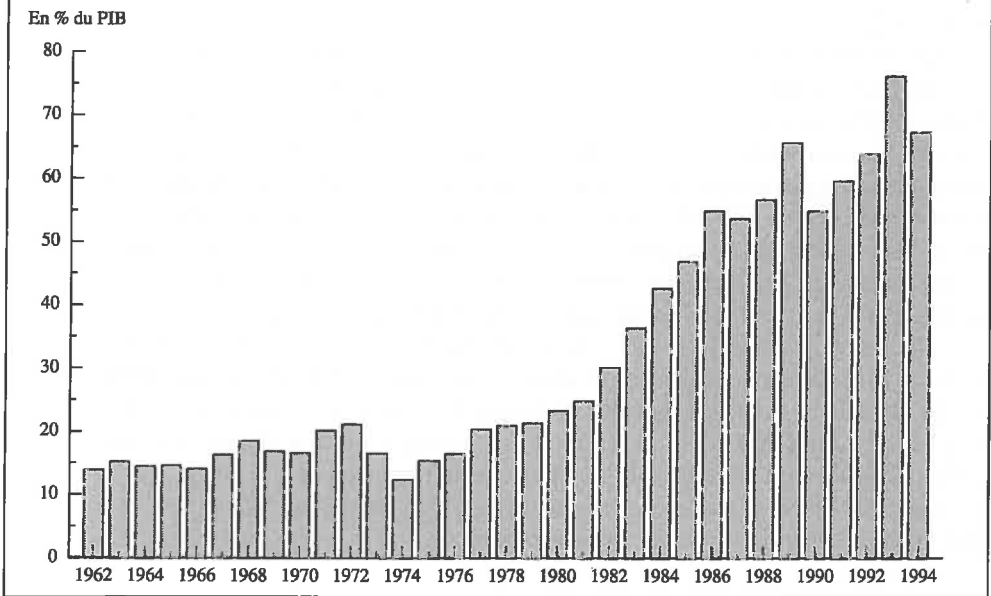
20. Les investissements étrangers sur les bourses émergentes ont été facilités par différentes mesures, notamment la levée des restrictions des avoirs par les étrangers, l'amélioration des procédures de règlement et de compensation, et les réductions des impôts et des coûts de transactions (Banque des Règlements Internationaux, 1995).

21. Voir à ce propos Punam, 1994 ; Fisher & Reisen, 1994.

22. Les performances, sur la même période, sont comprises entre 6 % à 7 % pour les fonds japonais, allemands et néerlandais. Entre 8 % à 10 % pour les fonds américains, belges, norvégiens, suédois et canadiens (source : Phillips and Drew Fund Management, *op. cit.*).

GRAPHIQUE 3

Encours des fonds de pension britanniques



Source : Calculs d'après données CSO, *Financial Statistics*.

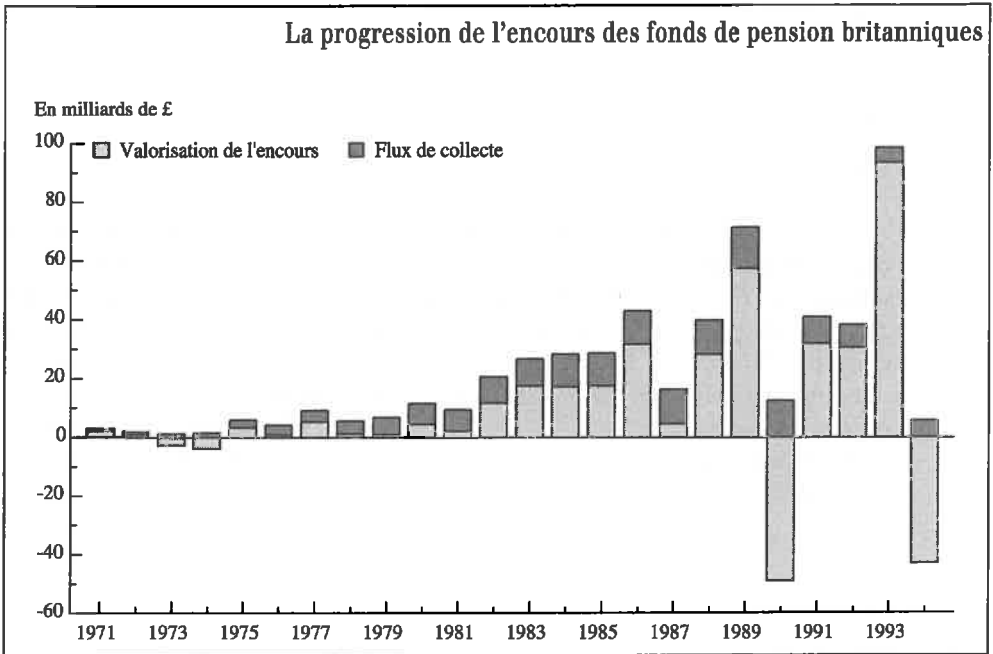
La progression de l'encours peut être toutefois le résultat d'un flux net de collecte important (provenant des cotisations salariales et/ou patronales) ou bien d'une forte valorisation du fonds. Entre 1971 et 1981, la première composante est la plus importante, représentant 72 % de la progression de l'encours (GRAPHIQUE 4). En revanche, de 1982 à 1993, la croissance nominale de l'encours de 380 milliards de livres, s'explique à hauteur de 250,5 milliards de livres par la valorisation des actifs (soit 66 % de la croissance totale). Les plus-values en capital des fonds britanniques expliquent ainsi en grande partie l'accroissement de leur encours pendant la dernière période.

L'évolution du portefeuille en actions nationales des fonds britanniques

Afin d'observer l'évolution de la volatilité des actifs composant le portefeuille en actions nationales des fonds de pension britanniques par rapport à celle du marché boursier, nous testons, sur la période 1963-1994, par analogie au modèle de marché exprimé sous forme de primes de risque²³, une équation du type :

$$R_a - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + \varepsilon$$

23. Voir à ce propos Fama & MacBeth, 1973 ; Copeland & Weston, 1988 ; Cobbaut, 1994.



Source : Calculs d'après données CSO, *Financial Statistics*.

où R_a représente la rentabilité du portefeuille en actions nationales des fonds de pension britanniques²⁴; R_m et R_f représentent respectivement la rentabilité du marché boursier britannique et celle de l'actif sans risque²⁵.

Le coefficient bêta β (ou coefficient de volatilité) s'écrit :

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_m - R_f, R_a - R_f)}{\text{Var}(R_m - R_f)}$$

avec Cov et Var, respectivement, la covariance et la variance.

Il exprime la sensibilité de la volatilité du portefeuille-actions nationales des fonds par rapport à celle du marché boursier britannique. S'il est significativement supérieur à 1, le portefeuille est plus volatil que le marché. S'il est significativement inférieur à 1, il est alors moins volatil que le marché.

24. La rentabilité annuelle est calculée à partir de la valorisation de l'encours du portefeuille en actions nationales détenu par les fonds de pension. Le portefeuille est évalué en valeurs de marché, fin d'année. Pour obtenir le taux de rentabilité, nous rapportons la valorisation de l'encours à un encours moyen. Pour obtenir un calcul exact de la rentabilité, il faut ajouter à la valorisation du portefeuille le dividende. Ne disposant pas des données relatives aux dividendes attachés au portefeuille des actions nationales, nous ne pouvons donc effectuer un calcul exact de la rentabilité. Les calculs étant effectués sur des séries agrégées portant sur l'ensemble des fonds de pension britanniques (privés et publics confondus), les résultats sont à considérer avec précaution.

25. La rentabilité annuelle du marché boursier britannique, sur la période 1963-1994, est calculée à partir de l'indice FT-SE All Shares hors dividendes. Ce calcul est effectué sur des données fin d'année, en glissement. Le taux de l'actif sans risque du marché britannique retenu est le 7-day Libid Rate.

Sur la période récente (1981-1994), le coefficient de détermination est toujours aussi important (96,1 %), et le coefficient bêta est significativement égal à 1. Le portefeuille en actions nationales des fonds de pension britanniques est ainsi composé, sur la période récente, de titres représentatifs de la volatilité du marché. Sur les marchés internationaux, leur comportement en matière d'allocation d'actifs est différent. L'analyse de leur politique d'investissement permet de mieux observer leur comportement financier.

La politique d'investissement des fonds britanniques

Les fonds de pension britanniques investissent de plus en plus sur les marchés internationaux de capitaux. L'analyse de la répartition moyenne de leur flux net de placement, sur la période 1970-1994, permet de reconstituer cette évolution. Durant la période précédant le *Big Bang* (1970-1985)²⁶, les fonds de pension britanniques investissent à parts égales en actions et en obligations nationales (31 %) ; sur la même période, ils investissent également en actions étrangères (14 % en moyenne). Les trois-quarts du flux sont donc composés de ces trois catégories principales d'actifs, le reste étant surtout investi en valeurs immobilières (11 %) et en liquidités (7 %). Sur la dernière période (1986-1994), leur politique d'allocation d'actifs s'est toutefois modifiée : les actions nationales représentent toujours l'encours le plus important (35 %), devant les actions étrangères en nette croissance (29 % contre 14 %). La part des obligations nationales s'est par contre réduite très fortement (7 % contre 31 %).

On a déjà relevé le principe général selon lequel, en tendance, la rentabilité des actions et obligations nationales et étrangères peut diverger fortement, ce qui se vérifie dans ce cas d'espèce. Sur la période 1970-1994, la rentabilité annuelle moyenne du portefeuille global a été de 7,4 % se répartissant de manière très contrastée selon les diverses catégories de titres. Ainsi, les actions étrangères ont rapporté en moyenne 11,2 % au cours de cette période, contre 10 % pour celui en actions nationales²⁷. Pour les obligations nationales, ce rendement n'a été que de 2 %, contre 6,2 % pour les obligations étrangères. La rentabilité supérieure des actifs étrangers a toutefois été associée, comme cela est prévisible, à une volatilité de 23 %, contre 21 % pour le portefeuille d'actions nationales²⁸ et respectivement 14,4 % et 15,5 % pour les obligations nationales et étrangères. Une prise de risque légèrement plus élevée a ainsi été acceptée dans le cas d'investissements en titres étrangers, aux rendements nettement supérieurs. Afin d'observer les classes d'actifs faisant l'objet d'une gestion dynamique, nous avons calculé les taux de rotation annuels²⁹ pour chaque catégorie d'actifs. Il apparaît que les titres les plus dynamiques sont les actions internationales et les obligations nationales (GRAPHIQUE 5). L'immobilier et les actions nationales, en comparaison avec les autres classes d'actifs, ont une activité moindre.

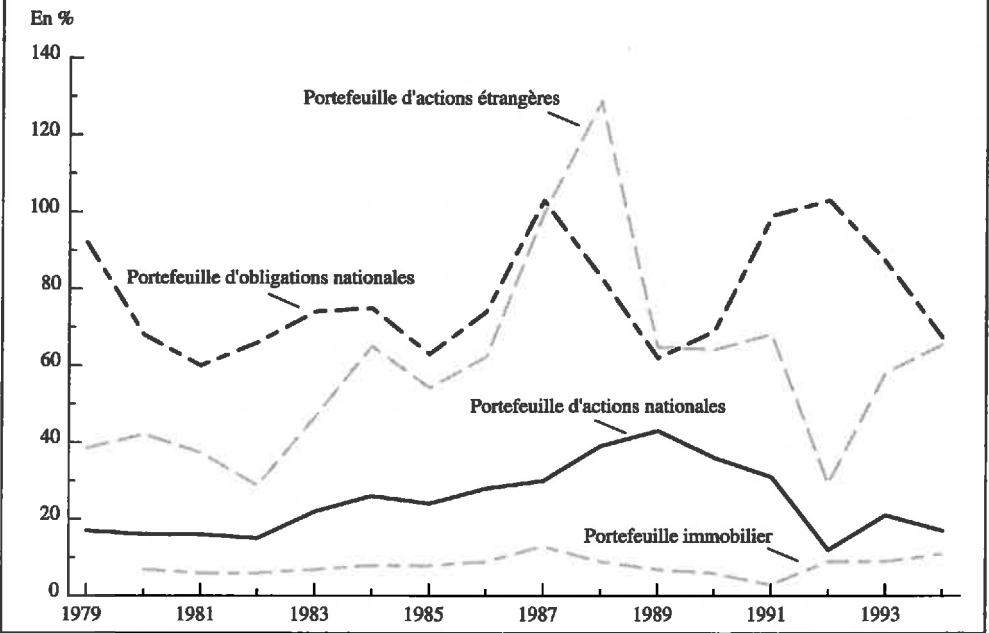
26. Cette période est également celle de la suppression du contrôle des changes (novembre 1979).

27. La rentabilité est calculée à partir de la valorisation de l'encours des actifs détenus par les fonds de pension.

28. La volatilité est mesurée par l'écart-type des variations des cours annuels des portefeuilles.

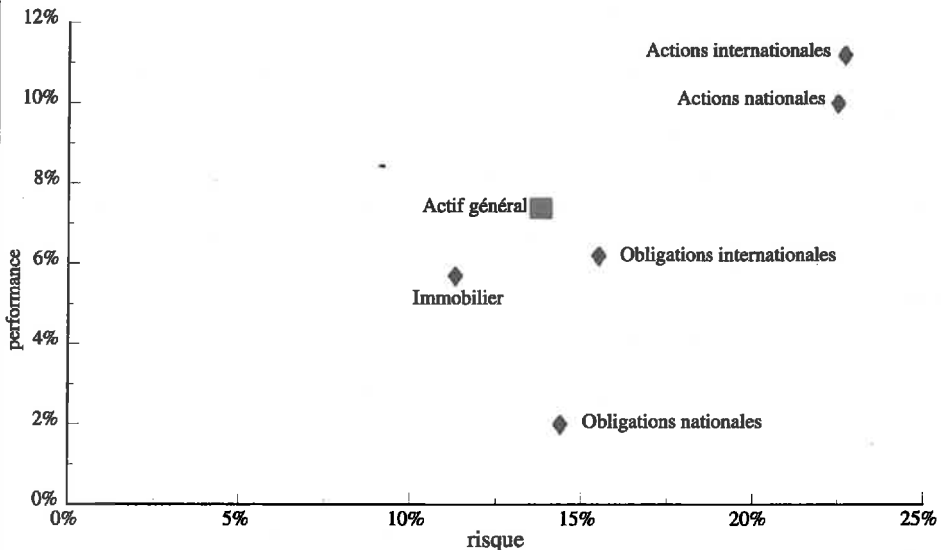
29. Le taux de rotation est calculé à partir de la moyenne des flux bruts de collecte et des flux de cession annuels des actifs, rapportée à la moyenne des encours annuels de début et de fin de période.

GRAPHIQUE 5

Taux de rotation des principales classes d'actifs


Source : Calculs d'après données CSO, *Financial Statistics*.

GRAPHIQUE 6

La volatilité du portefeuille des fonds de pension britanniques* (1970-1994)


* La volatilité est mesurée par l'écart-type des variations des cours annuels des différents portefeuilles

Source : Calculs d'après données CSO, *Financial Statistics*.

Le degré de dynamisme dans la gestion des actifs peut être rapproché du niveau de la volatilité. Entre 1970 et 1994, la volatilité du portefeuille global des fonds britanniques a été de 13,8 % ; celle dégagée par les portefeuilles d'actions et d'obligations nationaux et étrangers a été la plus élevée. Le portefeuille immobilier, faisant l'objet d'une politique de gestion peu dynamique, a eu la plus faible volatilité (GRAPHIQUE 6). La diversification du portefeuille des fonds de pension britanniques, sur la période 1970-1994, semble ainsi avoir été relativement efficace.

Conclusion

Une conclusion importante qui ressort de cette étude portant sur des pays de l'OCDE, est qu'en moyenne les meilleures performances sont obtenues dans les pays où les portefeuilles des fonds de pension sont composés principalement d'actions, si possible diversifiées sur le plan international : ce résultat, que la théorie laisse prévoir, se vérifie, en tendance, de manière assez nette.

Dans le cas britannique, l'analyse de la répartition du flux d'investissement a montré une évolution à la baisse de la part relative des obligations nationales et une progression importante du poste actions. Cette situation a été favorisée par une « réglementation souple » et une performance élevée de la bourse de Londres. Avec l'arrivée à maturité d'un nombre important de fonds britanniques, on peut s'attendre toutefois à une évolution de leur politique d'allocation d'actifs mais, cette fois-ci, en faveur des titres obligataires. L'investissement dans cette classe d'actifs est, en effet, préférable lorsqu'une proportion croissante des adhérents est sur le point de prendre leur retraite et se trouve donc plus vulnérable face aux fluctuations importantes que peut connaître la valeur d'un portefeuille investi largement en actions.

D'autres évolutions pourraient se faire jour dans les prochaines années. En particulier, les nouvelles règles prudentielles (la *Pension Act* de 1995), devraient être porteuses de coûts supplémentaires pour les entreprises qui ont l'initiative des fonds, en raison notamment d'obligations de provisionnement plus importantes, de contributions accrues au fonds de compensation, et d'information aux adhérents. Ces diverses mesures pourraient conduire à un désengagement relatif des entreprises et à un renforcement de la part relative des fonds à cotisations définies, par rapport aux fonds à prestations définies, plus coûteux à gérer pour l'entreprise. Ainsi, des évolutions importantes dans les contraintes et les incitations qui pèsent sur les stratégies financières des fonds britanniques pourraient se traduire par des réorientations notables à moyen terme. Ceci gagnerait à être pris en compte par les nombreux pays d'Europe continentale qui, à partir de situations de départ très variées, cherchent aujourd'hui à développer leurs fonds de pensions, notamment en tirant les leçons de l'expérience britannique, la plus ancienne et la plus diversifiée en Europe.

N. E. M.

RÉFÉRENCES

- apRoberts L. & E. Reynaud (1992), *Les systèmes de retraite à l'étranger : Etats-Unis, Allemagne et Royaume-Uni*, Institut de Recherche Economique et Sociale (IRES), Paris.
- Banque des Règlements internationaux, *Rapports annuels et Bulletins trimestriels*, Bâle, plusieurs années.
- Blake D. (1992), *Issues in Pension Funding*, Routledge, Londres.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, (1996), *Flow of Funds Accounts: 1959-1995*, Washington, mars.
- Bodie Z. (1990), « Pensions as Retirement-Income Insurance », *Journal of Economic Literature*, vol. 28, mars, pp. 28-49.
- Bourguinat H. (1992), *Finance internationale*, Thémis.
- Central Statistical Office (CSOa), *Financial Statistics*, rapports annuels et trimestriels, CSO-HMSO, Londres, plusieurs années.
- Central Statistical Office (CSOb), *Business Monitor, Insurance Companies and Pension Funds Investment*, CSO-HMSO, Londres, plusieurs années.
- Commission européenne (1994a), « Communication de la Commission relative à un marché intérieur pour les fonds de retraite », *Journal Officiel des Communautés européennes* n° C360/7, décembre.
- Commission européenne (1994b), *Les régimes complémentaires dans l'Union européenne*, rapport du réseau d'experts de la Commission européenne sur les retraites complémentaires, Bruxelles.
- Davis E.P. (1988), « Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds », Banque des Règlements Internationaux, *Economic Papers*, n° 21.
- Davis E.P. (1991), « International Diversification of Institutional Investors », Bank of England, *Discussion Papers Technical Series*, n° 44.
- Davis E.P. (1993), « The Structure, Regulation, and Performance of Pension Funds in Nine Industrial Countries », *Working Paper*, n° 1229, Banque mondiale, décembre.
- Davis E.P. (1995), *Pensions Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*, Oxford University Press, Oxford.
- Department of Labor (1992), *Trends in Pensions*, Pension and Welfare Benefits Administration, Washington DC.
- Dobbins R., S. Witt & J. Fielding (1994), *Portfolio Theory and Investment Management*, second edition, Blackwell.
- El Mekkaoui N. (1996), « Le cadre réglementaire et le comportement financier des fonds de pension dans les pays de l'OCDE », *Cahiers du Cerdo*, n° 6, Université de Paris-IX Dauphine, Paris.
- El Mekkaoui N. & H. Pagenelle (1996), « Le comportement financier des fonds de pension britanniques : analyse quantitative de l'actif », étude n° 66, Groupements des Assurances de Personnes, Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA), Paris.
- Fama E. & J. MacBeth (1973), « Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests », *Journal of Political Economy*, 81 (3).
- Fisher B. & H. Reisen (1994), « Pension Funds Investment From Ageing to Emerging Markets », OECD Development Center, *Policy Brief*, n° 9.
- Frankel J. (1994), *The Internationalization of Equity Markets*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago.
- French K. & J. Poterba (1991), « Investor Diversification and International Equity Markets », *American Economic Review*, n° 81, pp. 222-226.
- Gallais-Hamonno G. & P. Arbulu (1995), « La rentabilité réelle des actifs boursiers en France depuis 1950 », *Economie et Statistique*, n° 281, Paris : INSEE.

- Goldstein M., D. Folkerts-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suarez & M. Spencer (1993), « International Capital Markets », Part 1, in « Exchange Rate Management and International Capital Flows », IMF, *World Economic and Financial Survey*, Washington, avril.
- Groupeement des Assurances de Personnes (1996), « Le comportement financier des fonds de pension britanniques : analyse quantitative de l'actif », étude n° 66, (GAP), Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA), Paris.
- Hannah L. (1986), *Inventing Retirement, The Development of Occupational Pension in Britain*, Cambridge, Cambridge University Press, in Lusenti G. (1989), *Les institutions de prévoyance en Suisse, au Royaume-Uni et en Allemagne fédérale*, Georg éditeur, collection LUG, 497 pages.
- Markowitz H. (1952), « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, mars.
- Markowitz H. (1959), *Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments*, John Wiley and Sons, New York.
- Métais J. (1993), « Un système financier international plus efficace ? », in *L'Épargne*, sous la direction de P. Artus, C. Bismut & D. Plihon, Paris : Economica.
- Nakao M. (1990), *External Balance Adjustment, Monetary Management and the Mobility of International Capital Flows*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle.
- National Association of Pension Funds (NAPF), *Pension Funds*, Yearbook, NAPF, Londres, plusieurs années.
- OCDE, *Principaux Indicateurs Economiques*, OCDE, plusieurs années.
- Phillips & Drew Fund Management Limited (PDFM) (1994, 1995, 1996), *Pension Funds Indicators*, PDFM, Londres.
- Punam C. (1994), « Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets? », Banque mondiale, *Working Paper* n° 1243, janvier.
- Reisen H. & J. Williamson (1994), « Pension Funds, Capital Controls and Macroeconomic Stability », *Technical Papers*, n° 98.
- Sgard J. (1996), « Les fonds de pension chiliens : un tout petit miracle », *La lettre du CEPIL*, n°150, octobre, Paris : la Documentation française.
- Siroën J.-M. (1993), *Finances internationales*, Paris : Armand Colin.
- Turner P. (1991), « Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends », Banque des Règlements Internationaux, *Economic Papers*, n° 30, avril, Bâle.

