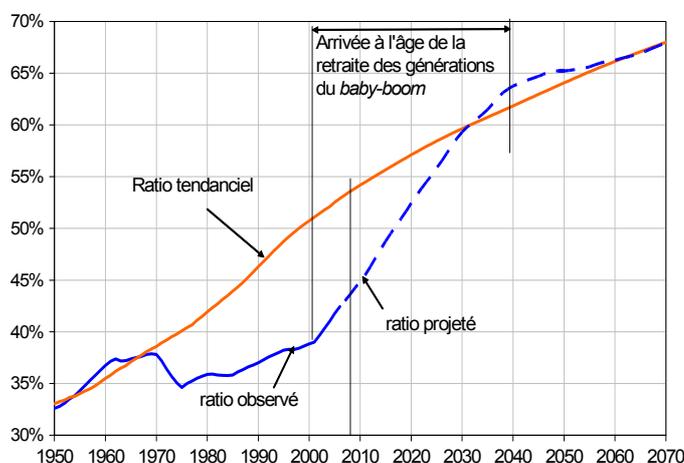


Perspectives d'évolution des dépenses de retraite et rôle d'un fonds de réserve

- Grâce aux générations nombreuses du *baby-boom*, la démographie a été très favorable au financement des retraites pendant plusieurs décennies. La fin de la vie active de ces générations met fin à cette situation favorable. La hausse des dépenses de pension associée est pour une bonne part permanente, en lien notamment avec l'augmentation durable de l'espérance de vie.
- En effet, le *baby-boom* a dans un premier temps accru la proportion d'enfants dans la population française, puis à partir des années 1970 celle des personnes d'âge actif et donc susceptibles de cotiser. C'est dans ce contexte démographique très favorable qu'a pu être accrue la générosité du système de retraite. Or cet effet démographique favorable, qui a masqué partiellement le vieillissement tendanciel de la population, a commencé à disparaître à partir de 2006, avec le départ à la retraite des premiers *baby-boomers*, et s'éteindra complètement au-delà de 2030. Après 2030, le *baby-boom* n'aura plus d'effet sur la structure par âge de la population qui retrouvera sa tendance de long terme.
- Afin de lisser le choc temporaire du *baby-boom*, c'est dès les années 1970 qu'il aurait fallu mettre en place un fonds de réserve, pour accumuler des excédents pendant toute la période au cours de laquelle la situation démographique était favorable. Au lieu de cela, la générosité du système a été accrue, dans des proportions même supérieures aux marges de manoeuvre dégagées par la situation démographique, et des déficits sont apparus. Dès lors, à défaut de lisser le choc du *baby-boom*, le fonds mis en place en 2000 (le FRR) peut aider à lisser la hausse des dépenses liée à l'arrivée à la retraite de ces générations plus nombreuses (c'est à dire lisser les ajustements nécessaires), peut constituer un fonds pérenne de financement des retraites, ou peut lisser le choc lié à la baisse transitoire de la natalité à la fin du XX^{ème} siècle.

Sources : INSEE, INED, calculs DGTPE.

Ratio de dépendance démographique
(rapport de la population des 55 ans et plus à la population des 15-64 ans)



Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

Le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) a été créé en 1999 par la loi de financement de la Sécurité sociale. Il devait constituer une importante réserve financière, dans laquelle il serait possible de puiser plus tard afin de financer l'augmentation des dépenses de retraite liée au vieillissement démographique. Il s'agissait ainsi, dans un contexte où la situation des finances publiques se redressait à court terme, de mieux répartir dans le temps le surcroît de charges résultant du vieillissement, en s'inspirant notamment de l'exemple d'autres pays (cf. encadré 2). Selon la loi de financement de la Sécurité Sociale de 1999, les sommes versées sont mises en réserve jusqu'en 2020 au profit de la Caisse Nationale d'Assurance

Vieillesse (CNAV) et des régimes alignés¹. L'objectif affiché était d'accumuler 1 000 Mds de francs (150 Mds €) à l'horizon 2020, dans la perspective des déséquilibres de la période 2020-2040 (cf. encadré 3).

La création du FRR trouve donc sa source dans le constat de la forte accélération des dépenses d'assurance vieillesse avec le départ à la retraite des générations du *baby-boom*. Ce phénomène commence effectivement à se produire depuis 2006 : les départs à la retraite dans le cadre de la CNAV sont ainsi passés en quelques années d'un rythme de 500 000 à 750 000 personnes par an.

1. Après trois décennies particulièrement favorables, les conditions démographiques de financement des retraites retrouvent leur tendance de long terme

1.1 Les chocs démographiques modifient les conditions de financement des régimes de retraite

Dans un régime de retraite par répartition, ce sont les cotisations prélevées sur les revenus des actifs qui ont vocation à financer instantanément les pensions des retraités. Un régime de retraites par répartition est équilibré chaque année si le montant total des cotisations prélevées est égal au montant total des prestations versées. Cet équilibre est atteint lorsque le taux de cotisation est égal au produit du taux de remplacement moyen (pension moyenne rapportée au salaire moyen) et du ratio de dépendance économique (nombre de retraités rapporté au nombre de cotisants).

Toutes choses égales par ailleurs, les évolutions démographiques ont un impact sur le ratio de dépendance, modifiant ainsi la situation financière des régimes.

Si ces évolutions sont structurelles, elles appellent des modifications des paramètres des systèmes de retraite. Ainsi, le vieillissement de la population, lié à l'augmentation tendancielle de l'espérance de vie, se traduit par une augmentation du ratio de dépendance économique. Dans ce cadre, trois «leviers» peuvent permettre *a priori* le maintien de l'équilibre des régimes de retraite :

- la hausse du taux de cotisation (ou d'autres recettes) ;
- la baisse du taux de remplacement ;
- l'allongement de la durée effective de cotisation, qui réduit le ratio de dépendance économique en reculant l'âge moyen de départ à la retraite et en augmentant les taux d'activité.

En cas de choc démographique transitoire (par exemple l'excédent de naissances du *baby-boom*), il est possible de s'éloigner transitoirement de l'équilibre du régime par répartition, soit en accumulant des réserves (en cas de

choc positif), soit en émettant de la dette (en cas de choc négatif). A ce titre, un fonds de réserve peut être considéré comme un quatrième levier complémentaire du financement du système de retraite par répartition.

1.2 La dégradation du ratio de dépendance démographique est une tendance de long-terme

Les variations futures du ratio de dépendance économique peuvent être anticipées à l'aide de projections portant sur le ratio de dépendance démographique, défini ici comme le rapport de la population de 55 ans et plus (population susceptible d'être à la retraite) à la population de 15-64 ans (population susceptible d'être dans la vie active). Celui-ci devrait fortement augmenter durant les décennies futures. De 1960 à 2005, ce ratio n'a augmenté que de 5 points, passant de 37% à 42%. D'après les dernières projections de l'Insee, ce ratio devrait augmenter de 23 points entre 2005 et 2050, passant ainsi à 65% (cf. graphique 6).

Trois facteurs permettent de décomposer les évolutions de la structure démographique : la mortalité, la natalité et les migrations. Ces trois facteurs ont un impact très différent sur le ratio de dépendance démographique.

Sur très longue période, l'évolution du ratio de dépendance est fortement marquée par les très importants gains d'espérance de vie réalisés au cours des XIX^{ème} et XX^{ème} siècles : la plus faible mortalité se traduit par une plus grande proportion de personnes âgées. Cette évolution de longue période a toutefois connu des accidents liés aux guerres, qui ont augmenté fortement le nombre de décès (guerres napoléoniennes, guerre de 1870, première et seconde guerre mondiale (cf. graphiques 4).

(1) La CNAV est la branche vieillesse du régime général, les régimes alignés étant l'ORGANIC (Organisation Autonome Nationale de l'Industrie et du Commerce), la CANCAVA (Caisse Autonome Nationale de Compensation d'Assurance Vieillesse des Artisans) et le régime des salariés à la MSA (Mutualité Sociale Agricole).

Encadré 1 : éléments de modélisation de la tendance de long terme

Scénario central

Les projections démographiques présentées ici sont celles du scénario central des dernières projections de l'Insee (juillet 2006). Les principales hypothèses de ce scénario sont :

- la mortalité continue à se réduire au rythme observé durant les 15 dernières années, conduisant à une espérance de vie à la naissance de 89,0 ans pour les femmes et 83,8 ans pour les hommes en 2050 ;
- l'indice conjoncturel de fécondité est de 1,9 enfant par femme,
- le solde migratoire est de +100 000 personnes par an.

Les projections de l'Insee ne sont disponibles que jusque 2050. Au-delà, elles ont été prolongées sur la base de ces hypothèses^a.

Le ratio tendanciel de dépendance démographique (nombre de 55 ans et plus par rapport aux 15-64 ans, hors chocs démographiques) a été calculé en projetant une population fictive à l'aide des tendances de long terme de mortalité, de natalité et de migration :

- dans le passé, les quotients de mortalité effectifs sont retenus, à l'exception des guerres où ils sont lissés. En projection, la mortalité du scénario de l'Insee est appliquée (cf. graphiques 4) ;
- la fécondité diminue de 5,4 enfants par femme en 1740 à 1,9 à partir de 1980 (cf. graphique 3) ;
- le taux de remplacement migratoire est maintenu constant au niveau compatible avec un solde migratoire de +100 000 personnes par an.

Notons que l'hypothèse migratoire impacte peu le ratio de dépendance démographique : les écarts entre le ratio observé (puis projeté) et ce ratio tendanciel résultent principalement des chocs de natalité.

Variantes de natalité

L'hypothèse de natalité joue ici un double rôle :

- elle permet de réaliser les projections de la pyramide des âges ;
- elle conduit à définir l'équilibre de la natalité à long terme et donc à juger des déficits passés de naissances.

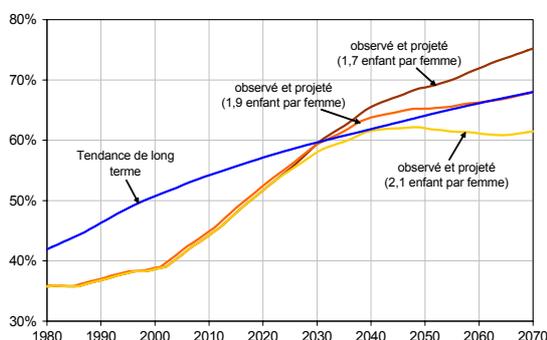
Dans le scénario central, on a supposé que les taux tendanciel et projeté de natalité étaient égaux à 1,9. Or, ces taux peuvent différer. Deux types de variantes de natalité sont alors nécessaires, répondant à deux questions distinctes :

- 1 - Quel serait l'écart entre le ratio tendanciel sous cette hypothèse centrale (1,9 enfant par femme) et le ratio effectif avec une natalité différente de 1,9 en projection ?
- 2 - Quels sont les chocs de natalité à combler en considérant que l'équilibre de très long terme de la natalité est plus haut (2,1 enfants par femme) ou plus bas (1,7 enfant par femme) que l'hypothèse retenue de 1,9 enfant par femme ?

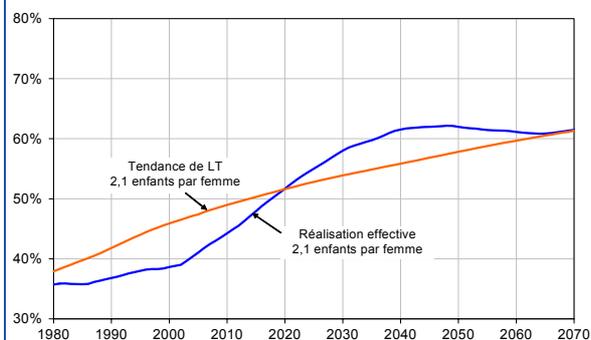
1 - Si la tendance de long terme est de 1,9 enfant par femme, mais que la natalité effective à l'horizon considéré est plus forte (à 2,1 enfants), le ratio démographique ne serait jamais plus dégradé que le ratio tendanciel envisagé aujourd'hui (cf. graphique 1). A l'inverse, si la natalité était plus faible (à 1,7 enfant), le ratio serait durablement plus dégradé que la tendance envisagée initialement.

2 - Si on suppose que la natalité de très long terme est de 2,1 enfants par femme, les déficits passés de naissance sont très importants, d'où un ratio de dépendance démographique sensiblement plus dégradé par rapport à sa tendance que sous l'hypothèse de 1,9 enfant par femme (cf. graphique 2). A l'inverse, en retenant une hypothèse d'équilibre de très long terme de la natalité de 1,7 enfant par femme, il n'y aurait pas de déficit passé de natalité à combler (cf. graphique 3).

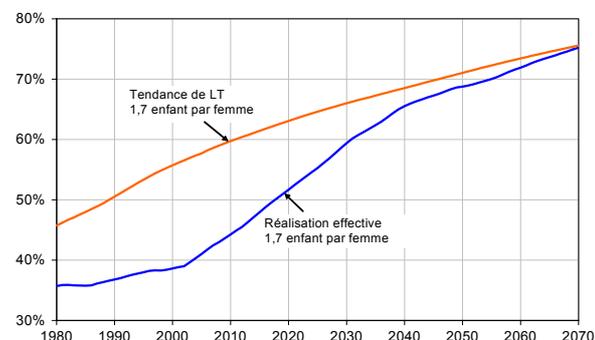
Graphique 1 : ratio de dépendance selon la natalité effective



Graphique 2 : ratio effectif et tendanciel dans le scénario à forte natalité



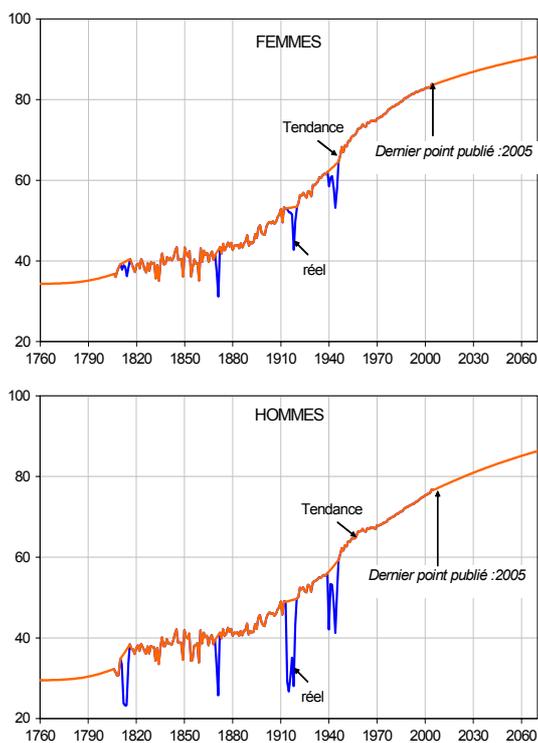
Graphique 3 : ratio effectif et tendanciel dans le scénario à faible natalité



Source des 3 graphiques : INSEE, INED, Calculs DGTPE (Champ : France métropolitaine.)

- a. Plus précisément, la fécondité par âge est maintenue à son niveau retenu par l'Insee à partir de 2010. Le profil par âge et sexe du solde migratoire est maintenu à son niveau inscrit en projection par l'Insee. Le taux d'accroissement migratoire est maintenu à son niveau de 2050. Enfin, la réduction des quotients de mortalité projetés par l'Insee est prolongée au-delà de 2050 (décroissance log-linéaire).

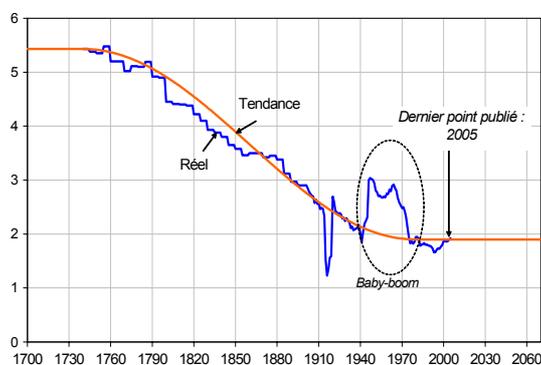
Graphiques 4 : espérance de vie à la naissance



Source : INSEE et INED. Calculs DGTPE pour la tendance.
Champ : France métropolitaine.

Note : L'espérance de vie à la naissance est calculée à partir de la mortalité par tranche d'âge constatée pour l'année en cours. En projection, la tendance reflète l'évolution de la mortalité dans le scénario central des projections de l'INSEE de 2006. Ce scénario a ici été prolongé de 2050 à 2070.

Graphique 5 : indice conjoncturel de fécondité²

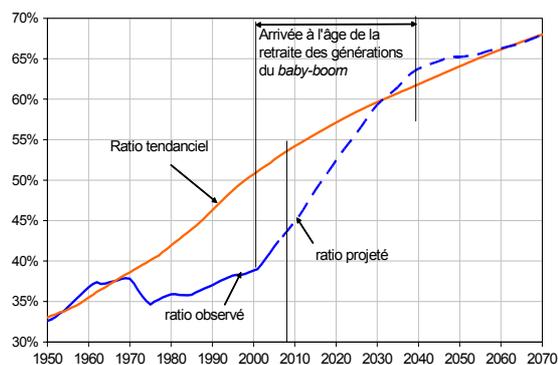


Source : INSEE et INED. Calculs DGTPE pour la tendance.
Champ : France métropolitaine.

A cette tendance de long terme s'est ajouté le choc spécifique du **baby-boom**, un rebond marqué de la natalité, du lendemain de la seconde guerre mondiale à la fin des années 1960 (cf. graphique 5). Loin d'être spécifique à la France, il a touché la majorité des pays industrialisés. Alors que la prolongation des tendances aurait plutôt conduit à un indice conjoncturel de fécondité de l'ordre de 2 enfants par femme, cet indice s'est approché de 3 enfants par femme au cours de cette période. Ce choc démographique a eu pour conséquence de diminuer le ratio de dépendance (cf. graphique 6).

(2) L'indice conjoncturel de fécondité mesure le nombre d'enfants qu'aurait une femme tout au long de sa vie si les taux de fécondité observés l'année considérée à chaque âge demeuraient inchangés. Le taux de fécondité à un âge donné est le nombre d'enfants nés vivants des femmes de cet âge au cours de l'année, rapporté à la population moyenne de l'année des femmes de même âge.

Graphique 6 : ratio de dépendance démographique

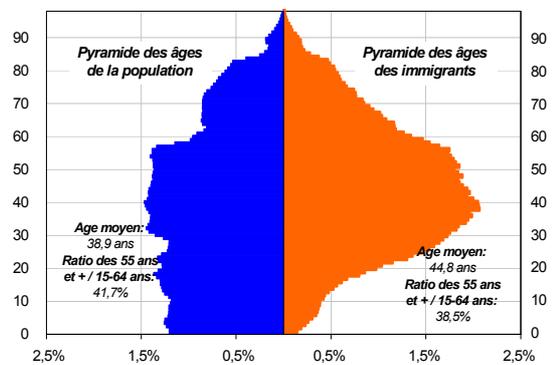


Source : INSEE, INED, calculs DGTPE. Champ : France métropolitaine.

A l'inverse, durant les décennies 1980 et 1990, la natalité a été un peu plus faible que son niveau observé depuis 2000 (niveau conservé en projection). Sous l'hypothèse d'une natalité de long terme de 1,9 enfant par femme (hypothèse retenue par le scénario central des projections de l'INSEE de 2006), ce déficit transitoire de naissances conduit à une dégradation du ratio de dépendance, passant au-dessus de sa tendance de long terme de 2032 à 2062.

Le troisième facteur des évolutions démographiques est le flux migratoire. Ce facteur a peu d'effet à long terme sur le ratio de dépendance. En effet, à long terme une hausse de la population immigrée augmente à la fois la population active et la population retraitée. En revanche, le flux migratoire peut « rajeunir » ou « vieillir » transitoirement la population résidente en fonction des âges relatifs des migrants et des résidents. L'immigration concerne principalement des personnes en âge de travailler, si bien que transitoirement elle a plutôt tendance à réduire le ratio de dépendance (cf. graphique 7).

Graphique 7 : pyramides des âges (2004-2005)



Source : INSEE. Calculs DGTPE.
Champ : France métropolitaine, stock d'immigrés en 2004-2005.

Au total, la tendance du ratio de dépendance démographique est essentiellement déterminée par les évolutions de long terme de la natalité et de la mortalité. Le ratio lui-même peut s'éloigner de sa tendance principalement du fait des chocs temporaires de natalité, et en second lieu des chocs de migration et de mortalité (guerres).

1.3 Le *baby-boom* a contribué positivement à l'équilibre des régimes de retraite depuis plus de trente ans

Le *baby-boom* a été en France un choc massif, conduisant à réduire le ratio de dépendance démographique durant plus d'un demi-siècle (cf. graphique 6), et facilitant ainsi le financement du système de retraite. La montée en charge des régimes d'assurance vieillesse de 1945 à 1983 s'est donc effectuée, à partir de 1970, dans des conditions démographiques exceptionnellement favorables. Ces conditions ont été mises à profit non pas pour constituer des réserves (cf. partie suivante), mais pour accroître la générosité du système de retraite : les paramètres de ce système ont ainsi été modifiés comme si cette situation transitoire particulièrement favorable était en fait pérenne.

Les départs à la retraite des premières générations du *baby-boom* marquent une forte accélération des dépenses de retraites. Ce phénomène ne constitue que le début d'un retour du ratio de dépendance vers sa tendance de long-terme, qui sera effectif à partir de la décennie 2030.

Au-delà de 2030, le *baby-boom* est à peu près neutre sur le ratio de dépendance démographique : aux générations nombreuses du *baby-boom* en retraite correspondent des générations également nombreuses d'actifs. En effet, les

effectifs importants de *baby-boomers* ont augmenté proportionnellement la taille des générations suivantes, dès lors que leur taux de fécondité est revenu à un niveau proche la tendance de long terme permettant un renouvellement des générations. La tendance restera néanmoins à une dégradation du ratio de dépendance impliquant une nécessaire adaptation des paramètres du système de retraite, notamment un allongement de la durée de cotisation.

1.4 Une démographie légèrement moins favorable que sa tendance autour de 2040

Au-delà de 2030, le ratio de dépendance serait à l'inverse légèrement plus dégradée que la tendance de long terme pendant une vingtaine d'années. Ce phénomène s'explique par le fait que la natalité a été faible au cours du dernier quart du XX^{ème} siècle, en dessous de la cible de long terme de 1,9 enfant par femme, réduisant donc à cet horizon la population d'âge actif.

Il faut toutefois souligner qu'à cet horizon l'incertitude est importante. En particulier, la tendance de long terme de la démographie est très dépendante de la cible de natalité, retenue (ici comme dans les projections de l'Insee) à 1,9 enfant par femme (voir encadré 1 pour l'impact d'un changement d'hypothèse pour le taux de fécondité).

2. Les objectifs possibles d'un fonds de réserve conditionnent sa taille et son horizon

À la lumière des développements démographiques qui viennent d'être présentés, il apparaît que l'objectif de « lissage » assigné au Fonds de Réserve des Retraites créé en 1999 est ambigu puisque la hausse attendue des dépenses de retraites au cours des prochaines décennies n'est pas transitoire. On examine ici les différentes fonctions qui pourraient être assignées au FRR.

2.1 Fonds de lissage des chocs démographiques

2.1.1. Le principe d'un fonds de lissage des chocs démographiques

Dans un régime par répartition pure, les pensions d'une année sont financées uniquement par les contributions de cette même année. Dans le cas de chocs démographiques temporaires (baisse transitoire des naissances par exemple), il peut être souhaitable d'adapter la contrainte d'équilibre financier à chaque date en introduisant des réserves (ou à l'inverse en acceptant une dette transitoire). Un fonds de réserve est ainsi un moyen de lisser les effets des chocs démographiques temporaires, en particulier des chocs de fécondité, ceci par le biais d'une forme de capitalisation collective. Plus précisément, il permet d'équilibrer le régime année par année, sans ajuster en permanence les trois paramètres que sont le taux de cotisation, le niveau des pensions et l'âge de départ en retraite. **Il est bien entendu qu'il ne saurait être question ici de prétendre compenser un choc permanent, comme celui que représente la dégradation du ratio de dépendance démographique.** Celui-ci nécessitera une adaptation au fil du temps des trois paramètres cités précédemment, notamment un allongement de la durée de cotisation, nécessaire pour éviter une trop forte dégradation du ratio de dépendance économique.

2.1.2. Lisser le choc démographique du *baby-boom* ?

Comme indiqué dans la première partie, un choc transitoire et positif de natalité comme le *baby-boom* réduit pour quelques décennies le ratio de dépendance démographique. Lorsque les classes moins nombreuses qui ont précédé le *baby-boom* sont décédées, le ratio de dépendance revient à sa tendance de long-terme : aux générations nombreuses du *baby-boom* en retraite correspondent des générations également nombreuses d'actifs (les effectifs importants de *baby-boomers* ayant augmenté proportionnellement la taille des générations suivantes).

Ainsi, lisser le choc démographique du *baby-boom* (au sens défini en 2.1.1) aurait signifié constituer des réserves pendant la période où ce choc a rendu plus favorable le ratio de dépendance démographique, *i.e.* sur toute la période 1970-2030, pour faire face à d'éventuels chocs négatifs par la suite ou pour atténuer le nécessaire durcissement du système qu'implique le retour à la tendance. Dès lors, et compte tenu du fait que les déficits actuels et passés des régimes de retraite sont élevés, malgré un contexte démographique qui reste aujourd'hui très favorable, le lissage du choc du *baby-boom* que peut apporter le FRR est par nature très limité.

2.1.3. Le FRR serait en mesure de lisser le choc temporaire à la baisse de la fécondité à la fin du XX^{ème} siècle

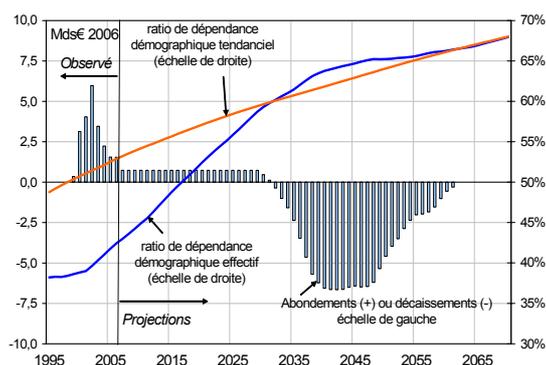
Dans les circonstances présentes, le FRR pourrait être utilisé pour compenser, sur la période 2030-2060, la hausse du ratio de dépendance au delà de sa tendance de long terme liée aux moindres naissances des années

1980-1990 par rapport au rebond des naissances observé depuis 2000, que l'on considère aujourd'hui comme en ligne avec la tendance de long terme. Les abondements seraient relativement plus aisés à réaliser grâce au *baby-boom* qui améliore encore la situation démographique jusqu'à la fin de la décennie 2020.

Cette approche nécessiterait d'étaler des abondements jusqu'à environ 2030. Jusqu'à cette date, le *baby-boom* conduit encore à un ratio de dépendance démographique moins dégradé que sa tendance. Au-delà, le ratio serait au contraire plus dégradé que sa tendance du fait du choc que l'on envisage ici de lisser (présence de générations creuses de cotisants). Le Fonds pourrait dès lors réaliser des décaissements jusqu'environ 2060. Ce cadre conduirait à envisager *a priori* l'extinction du fonds au-delà de 2060. Toutefois, cette échéance pourrait être revue au-fur-et-à-mesure que de nouveaux chocs apparaîtraient ou que la perspective de très long terme se modifierait.

En limitant les régimes bénéficiaires au champ prévu par la loi (régime général et régimes alignés) et en retenant une tendance de long terme de 1,9 enfant par femme, les abondements actuels seraient dès lors suffisants pour éviter une hausse de cotisation entre 2030 et 2060 par rapport à la tendance de long terme.

Graphique 8 : utilisation du FRR pour lisser les chocs démographiques



Source : INSEE, INED, CCSS, calculs DGTPE. Champ : France métropolitaine. Note : Hypothèse d'un rendement réel de 3%, scénario de croissance potentielle des projections, issues du 5^{ème} rapport du COR. Dans le scénario d'une démographie tendancielle, la part du PIB consacrée aux retraites des régimes couverts est constante.

2.2 Fonds de lissage de l'augmentation des dépenses liée au *baby-boom*

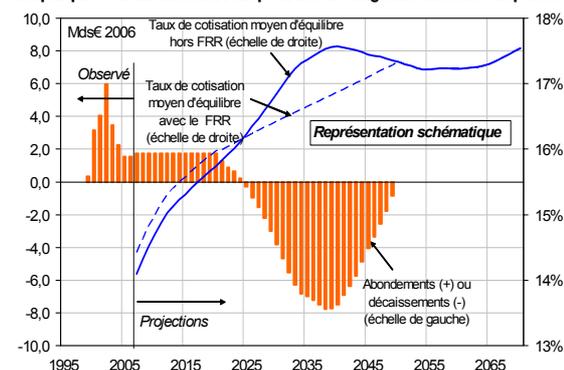
Le FRR est souvent défini comme un fonds de lissage, non pas du choc du *baby-boom*, mais simplement de la « bosse » des dépenses liée à l'arrivée à l'âge de la retraite de cette génération. Ainsi, dans son 3^{ème} rapport, le Conseil d'Orientation des Retraites³ a proposé une fonction de lissage qui prend comme point de départ non pas les évolutions démographiques mais directement les besoins de finan-

cement futurs. Le FRR est alors présenté comme permettant d'accompagner le rythme des ajustements attendus. La fonction de lissage n'est alors plus liée à l'écart par rapport à la tendance de long terme mais correspond à une linéarisation des ajustements nécessaires pour assurer l'équilibre des comptes des régimes de retraite⁴. Par nature, dans ce schéma, le fonds a vocation à disparaître une fois le choc lissé.

Dans une telle approche, le calibrage de la fonction de lissage du FRR ne dépend pas uniquement de l'accélération des dépenses liée au *baby-boom*, mais également de l'évolution des paramètres des régimes. De plus, la date d'extinction du Fonds est un choix arbitraire, dont dépend très fortement la taille des réserves à accumuler.

En fixant à titre illustratif cette date à 2050, cette approche conduit à linéariser les ajustements nécessaires entre 2020 et 2050 : les abondements se poursuivraient au rythme actuel jusqu'en 2020 (soit 65% du prélèvement social de 2% sur les revenus du patrimoine). Les réserves accumulées permettraient de lisser au-delà les besoins de financement : les abondements se réduiraient progressivement jusqu'en 2025, puis des décaissements permettraient d'accompagner les ajustements nécessaires pour assurer l'équilibre. Le rythme actuel des abondements serait suffisant pour permettre un tel scénario. On doit noter qu'un tel scénario est très fragile ; il nécessite de prolonger les projections de dépenses de retraites du COR au-delà de 2050. Ce scénario est illustré dans le graphique ci-dessous qui représente notamment les évolutions du taux de cotisation moyen d'équilibre, défini comme le rapport entre les prestations versées par les régimes et la masse salariale des cotisants aux régimes. Il convient de noter que ce scénario repose sur l'hypothèse de l'allongement de la durée de cotisation pour bénéficier de la retraite à taux plein jusqu'à 164 trimestres en 2012 et 166 en 2020, hypothèse retenue dans l'actualisation des projections du COR de Novembre 2007.

Graphique 9 : utilisation du FRR pour lisser l'augmentation des dépenses



Source : INSEE, INED, CCSS, calculs DGTPE. Champ : France métropolitaine. Note : ce graphique illustre schématiquement l'utilisation du FRR dans cette approche. Les taux de cotisation d'équilibre ne peuvent être retenus comme un résultat de projections.

(3) Créé en 2000, le Conseil d'orientation des retraites associe des parlementaires, des représentants des partenaires sociaux, des experts et des représentants de l'État. Il a pour mission d'assurer le suivi et l'expertise concertée permanente du système d'assurance vieillesse et de faire des propositions.

(4) Par convention, ces ajustements sont généralement présentés en points de cotisations supplémentaires nécessaires à l'équilibre. Mais ils peuvent tout autant résulter d'une réduction des dépenses ou d'un élargissement de la base des recettes.

Encadré 2 : les fonds de réserve dans les autres pays

Les États-Unis en 1944 et la Suède en 1960 sont les pionniers en matière de fonds de réserve pour les retraites. Au-delà, la prise de conscience des effets du choc démographique a entraîné la création de tels fonds dans la plupart des pays riches presque simultanément durant la décennie 1990. Si la plupart de ces fonds sont des fonds de lissage, ils diffèrent par leur taille, les modalités de gouvernance, d'abondement et de contrôle.

Norvège : Le *Gouvernement Pension Fund - Global* a été créé en 1990 et abondé à partir de 1996. Ce fonds géré par la banque centrale de Norvège ne dispose pas d'autonomie juridique, il est sous la tutelle du ministère des finances et contrôlé par le Parlement. Le montant des actifs représente 83% du PIB en 2006 (environ 278 Mds\$). Ces ressources proviennent essentiellement des recettes liées au pétrole. Son actif est investi à 40% en actions et 60% en obligations (en 2006) et en totalité à l'étranger. Son objectif est d'assurer l'équité inter-générationnelle du partage de la manne financière générée par les ressources pétrolières.

Les États - Unis : Le *Social Security Trust Fund* a été créée en 1940. Il est intégré au système de retraite et le conseil d'administration est composé de membres du gouvernement et du parlement. Il produit un rapport annuel au Congrès. Les ressources proviennent essentiellement des surplus du régime de retraite, des cotisations employeurs et salariés, et des abondements du gouvernement. Le montant des actifs équivaut à plus de 15% du PIB soit 2 048 Mds\$ en 2006 et, est investi obligatoirement en titres d'État (pour l'instant 100% national). Ce fonds a un objectif de lissage mais il n'est pas prévu d'extinction.

Suède : les *AP-Fonden* ont été créés en 1960 et réorganisés en 2001. Il s'agit de cinq organismes indépendants et dotés chacun d'un conseil d'administration dont une partie des membres sont nommés par le gouvernement. Le montant des actifs représente 31% du PIB en 2006 soit 117 Mds\$ et est investi à 60% en action, 36% en obligations et 4% en autres actifs. L'objectif est le lissage des dépenses et recettes du système de retraite.

Japon : Le *National Reserve Fund* a été créé en 1959 et s'est transformé progressivement en agence indépendante de 2001 à 2006 dirigée par des experts du ministère des finances. Comme le fond américain, il est intégré au système de retraite et abondé par les surplus du régime de retraite. Le montant des actifs représente en 2006 28% du PIB soit 1 217 Mds\$ investis à 22% en actions et 52% en obligations. Bien que ce fonds n'ait pas d'objectif explicite, on peut considérer qu'il se situe dans une situation intermédiaire entre un fonds de lissage et un fonds permanent.

2.3 Fonds permanent de financement complémentaire

Enfin, un fonds de réserve pour les retraites peut viser à être un outil permanent de financement complémentaire du système d'assurance vieillesse. Après la phase d'abondement, le capital est maintenu et les recettes financières contribuent au financement des dépenses de retraite. Ce fonds s'apparente alors à un « fonds de pension collectif ». Dans un tel cas, le système de retraite se situe dans une situation intermédiaire entre un financement par répartition pure et un financement par capitalisation.

Un tel fonds doit alors disposer d'un capital important pour avoir un poids significatif dans le financement du système. Par exemple, le rapport Charpin (avril 1999) envisageait un niveau minimal de 10% du PIB de réserve (fin 2007, le FRR représentait environ 1,5% du PIB). Cette approche nécessite une accumulation importante et durable. Alors que les marges de manœuvre financières sont dès aujourd'hui très réduites, elle nécessiterait un effort financier très important. Sa mise en oeuvre aurait été possible et moins coûteuse si elle s'était faite en profitant du choc démographique favorable du *baby-boom* il y a plusieurs décennies.

Peu de pays ont suivi cette voie. Les seuls pays disposant de réserves atteignant 10% du PIB en 2006 étaient la Norvège (83% du PIB), la Jordanie (46 %), la Suède (31%), le Japon (28%), la Corée (21%), les États-Unis (16%) et l'Irlande (11%) (cf. encadré 2). Soit ces fonds sont anciens (Jordanie, Japon, Suède, Corée et États-Unis), soit ils ont bénéficié d'une «manne» pétrolière (Norvège) ou d'une croissance économique particulièrement soutenue (Irlande).

2.4 Fonds de lissage à court-terme des chocs économiques

Une variante possible serait d'envisager une fonction de lissage des chocs économiques. Dans ce cas, l'horizon est plus court, correspondant aux cycles économiques (5 à 10 ans), ce qui nécessiterait donc des réserves plus faibles. Dans ce schéma, le fonds a vocation à être pérenne.

-> ->

->

L'étude présentée ici avait essentiellement pour objet d'analyser les facteurs démographiques et leur impact sur les régimes de retraite, et d'examiner le rôle que peut jouer un fonds de réserve dans un contexte d'écart à la situation d'équilibre de long terme. La question de la gestion financière des réserves n'a volontairement pas été abordée. Notamment, dans les projections présentées dans la partie 2, une hypothèse purement normative a été retenue pour le rendement des réserves, correspondant au rendement moyen des obligations sur longue période (rendement réel de 3%).

En fait, un fonds de réserve met en œuvre des placements qui peuvent être plus rentables que le remboursement de la dette de l'État, générant ainsi un effet de levier. En effet, malgré un risque important à court-moyen terme, les prix des actifs sont marqués sur longue période par un phénomène de retour à la tendance. Un fonds de réserve peut ainsi surpondérer ses placements risqués (donc à fort rendement) tant que l'horizon des décaissements reste lointain, profitant ainsi d'un rendement intéressant assorti d'un risque de long-terme limité. Définir les chroniques d'abondements et de décaissements du FRR permet d'optimiser son rendement à niveau de risque donné. Toutefois, même avec un horizon de décaissement lointain et bien défini, le placement dans le FRR resterait plus risqué que le remboursement de la dette publique.

L'effet de levier n'est bien sûr pas contradictoire avec l'objectif attribué au fonds (cf. parties précédentes). Mais cet effet ne peut être retenu comme la fonction première d'un fonds de réserve et sa taille ne peut être précisément calibrée sur cette base.

Falilou FALL, Nicolas FERRARI

Encadré 3 : historique du FRR

S'inspirant d'exemples étrangers et du rapport du Conseil d'Analyse Economique (CAE)^a, le gouvernement a annoncé en septembre 1998 sa décision d'instituer un fonds de réserve pour le système de retraites par répartition. Ce fonds doit être alimenté «sans cotisations supplémentaires» par des ressources exceptionnelles, par les excédents des régimes sociaux ou ceux des Caisses d'Épargne. Il doit résoudre ainsi «en bonne partie» le problème du financement du régime des retraites à l'horizon de 2005-2010. Constitué par «plusieurs dizaines de milliards de Francs», ce fonds dont la constitution et la gestion doit faire l'objet d'une concertation avec les partenaires sociaux, doit être placé principalement en titres obligataires et emprunts d'État.

Le FRR est fondé au sein du Fonds de Solidarité Vieillesse (FSV) par la loi de financement de la Sécurité sociale de 1999. L'exposé des motifs du projet de loi indique que ce fonds de réserve est créé afin d'assurer l'avenir des retraites par répartition. Trois catégories de recettes peuvent lui être affectées : excédents disponibles de Contribution Sociale de Solidarité des Sociétés (CSSS), l'excédent de la section de solidarité du FSV, toute autre ressource déterminée par voie législative ou réglementaire. Pour 1999, le gouvernement prévoit d'affecter 2 milliards de Francs au titre de la première catégorie, des ressources supplémentaires pouvant être affectées dans l'année.

En avril 1999, le rapport Charpin pose certaines questions autour de ce fonds nouvellement créé : quel objectif entre «lisser la hausse prévue des taux de cotisation» ou compléter de manière permanente les ressources des régimes ? Comment alimenter le fonds en fonction de cet objectif ? Quel type de placement le fonds doit-il privilégier ? Quelle mode de Gouvernance doit-on conférer au fonds ?

En 2000, la volonté de renforcer le fonds de réserve est annoncée. S'appuyant sur les projections financières du rapport Charpin, l'horizon d'utilisation du fonds est reporté, les décaissements étant désormais envisagés non plus à partir de 2005 mais de 2020. Le fonds doit être alimenté grâce au maintien d'une situation démographique favorable jusqu'en 2006 et grâce au retour de la croissance et du plein emploi. Les ressources sont précisées : aux 20 milliards de francs à la fin 2000 doivent s'ajouter pour 500 milliards de francs les excédents de la CNAV, du FSV et de la CSSS, pour 150 milliards les prélèvements sociaux sur les revenus du capital et pour 330 milliards d'intérêts et de revenus financiers produits par ces réserves. Au total, le fonds doit dépasser 1 000 milliards de francs à l'horizon 2020.

Il faut noter que la création du Fonds intervient dans une période de redressement des finances publiques (même si le solde des administrations publiques est resté continuellement négatif), notamment à la faveur de la forte croissance économique de la fin des années 1990.

Au 1^{er} janvier 2002, le FRR devient autonome, sous la forme d'un établissement public de l'État à caractère administratif, placé sous la tutelle de l'État. Il est doté d'un directoire et d'un conseil de surveillance. Le conseil de surveillance est composé de 20 membres : quatre parlementaires, cinq représentants des assurés sociaux désignés par les cinq confédérations syndicales, cinq représentants des employeurs et travailleurs indépendants (deux désignés par le Medef, un par la CGPME et un par l'UPA), quatre représentants de l'État et deux personnalités qualifiées.

- Le conseil de surveillance est chargé de fixer les orientations générales de la politique de placement des actifs du Fonds, de désigner les commissaires aux comptes, de contrôler les résultats du Fonds, d'en arrêter le compte financier et d'établir un rapport annuel public sur sa gestion.
- Le directoire du Fonds de réserve pour les retraites est composé de trois membres et présidé par le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations. Le directoire dirige l'établissement et est «responsable de son bon fonctionnement». Il est chargé notamment de proposer au conseil de surveillance des orientations générales de la politique de placement des actifs du Fonds et de mettre en œuvre ces orientations générales, d'établir les cahiers des charges des appels d'offre concernant la gestion financière du FRR (mandats confiés à des entreprises d'investissement).

En 2003, le Conseil de surveillance du Fonds définit les orientations générales de la politique de placement, désigne le comité de sélection des gérants et le premier appel d'offre pour l'attribution des mandats de gestion est lancé. L'allocation stratégique est diversifiée, avec des actions et des obligations, en Zone euro et hors Zone euro. La part prépondérante d'action permet de dégager un rendement élevé, le risque attaché étant lissé par l'horizon lointain des décaissements. Les investissements montent en charge en 2004.

En 2006, l'allocation stratégique définie en 2003 est affinée, avec l'hypothèse de décaissements constants sur la période 2020-2040. Ce changement d'objectif et l'allongement de la période des décaissements a conduit à modifier l'allocation stratégique dans le sens d'une plus grande prise de risque, d'une augmentation du poids des actions (de 55% à 60%), d'une plus forte diversification avec une augmentation de la proportion de placements hors Zone euro et des investissements en immobilier, infrastructures, matières premières et capital-investissement.

a. O. Davanne, «Eléments d'analyse sur le système de retraite français», dans *Retraites et épargne*, CAE, juillet 1998.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi
Direction générale du Trésor
et de la Politique économique

139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

Rédacteur en chef :

Philippe Gudin de Vallerin
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtp.e.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos

Derniers numéros parus

■ Juin 2008

n°38. Quel effet des réformes structurelles dans un État membre de la zone euro sur le reste de la zone ?

Thibault Guyon, Bérengère Junod-Mesqui

Mai 2008

n°37. Effectifs des collectivités territoriales

Sandy FRERET, Patrick TAILLEPIED

n°36. La situation économique mondiale au printemps 2008

Aurélien FORTIN

Avril 2008

n°35. Appréciation réelle du taux de change dans les pays émergents

Olivier JONGLEZ

n°34. Les «Grands Contrats» signés par les entreprises françaises dans les pays émergents

Nicole MADARIAGA, Raymond de PASTOR

n°33. *Carry Trade* et évolution récente du yen

Nicolas GRISLAIN, Françoise JACQUET-SAILLARD