

# État des lieux de l'épargne retraite aux États-Unis

## INTRODUCTION

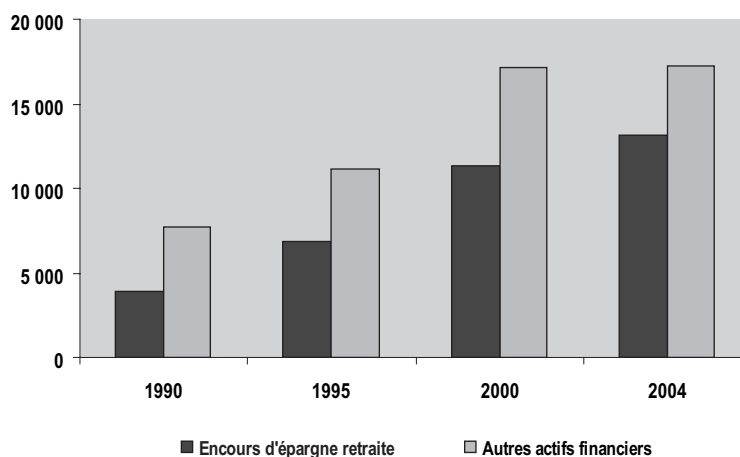
Les systèmes de retraite sont sous les feux de l'actualité dans les principaux pays industrialisés. Face aux évolutions démographiques anticipées, qui laissent présager un déséquilibre croissant entre actifs et inactifs, les gouvernements cherchent à développer des formes additionnelles d'épargne retraite. Ces dernières, destinées à suppléer les régimes de base de la Sécurité sociale, peuvent prendre la forme de dispositifs collectifs dans le cadre des entreprises, ou bien reposer simplement sur des bases complètement individuelles. Si la promotion de l'épargne retraite est un phénomène récent dans de nombreux pays d'Europe continentale, elle est de tradition beaucoup plus ancienne dans les pays anglo-saxons, qui ont fait le choix de longue date de faire reposer pour une part importante le financement de leurs dépenses de retraite sur des mécanismes de type capitalisation. Dans cette étude, nous dressons un état des lieux des dispositifs d'épargne retraite en vigueur aux États-Unis, en mettant en évidence les principales tendances à l'œuvre depuis deux décennies. Cette analyse nous conduit à mettre l'accent sur les problèmes rencontrés récemment par les fonds de pension à prestations définies du secteur privé, dans le sillage du dégonflement de la bulle boursière, ainsi que sur l'efficacité de l'allocation d'actifs dans les fonds à cotisations définies et les dispositifs d'épargne retraite individuels.

## 1. TAILLE ET COMPOSITION DE L'ÉPARGNE RETRAITE

Les années quatre-vingt-dix sont allées de pair avec une progression très importante des patrimoines financiers des ménages aux États-unis, comme d'ailleurs dans les principaux pays industrialisés. La performance importante des marchés d'actions et les effets de valorisation qu'elle a mécaniquement engendrés ont joué un rôle significatif dans ce mouvement. Mais l'on doit également souligner que les ménages ont réalisé un effort important de placement, témoignant par là d'une volonté de renforcer leur accumulation patrimoniale. Dans ce mouvement d'ensemble de la richesse financière, l'épargne retraite a été l'élément le plus dynamique<sup>1</sup>. En 1990, les montants d'actifs financiers détenus par les ménages à travers des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite individuels étaient estimés à 3 862 milliards de dollars, ce qui représentait environ le tiers de leur patrimoine financier (**graphique 1**). En 2004, les montants s'élevaient à 13 117 milliards (43 % du patrimoine financier), soit une progression de 9 % par an en moyenne depuis le début des années quatre-vingt-dix.

Cette augmentation des encours d'épargne retraite s'est accompagnée de changements importants dans leur composition (**graphique 2**). Deux mouvements majeurs ont été observés. Le premier est la substitution progressive, dans la sphère privée, des fonds de pension à cotisations définies aux fonds de pension à prestations définies, ces derniers ne représentant plus en 2004 que 13,8 % de l'ensemble de l'épargne retraite, contre 20,3 % pour leurs homologues à cotisations définies. Le second mouvement a été l'érosion de la place occupée par les dispositifs d'entreprise (les fonds de pension proprement dits) relativement aux dispositifs d'épargne retraite individuels. Ainsi, au cours de la période 1990-2004, la part globale des plans d'épargne retraite individuels (constitués des *Individual Retirement Accounts* - IRA - et des *Annuities* commercialisées par les compagnies d'assurance<sup>2</sup>) est passée de 30,2 % du total des encours à plus de 39 %

**Graphique 1 : Patrimoine financier des ménages aux États-unis (en milliards de dollars)**

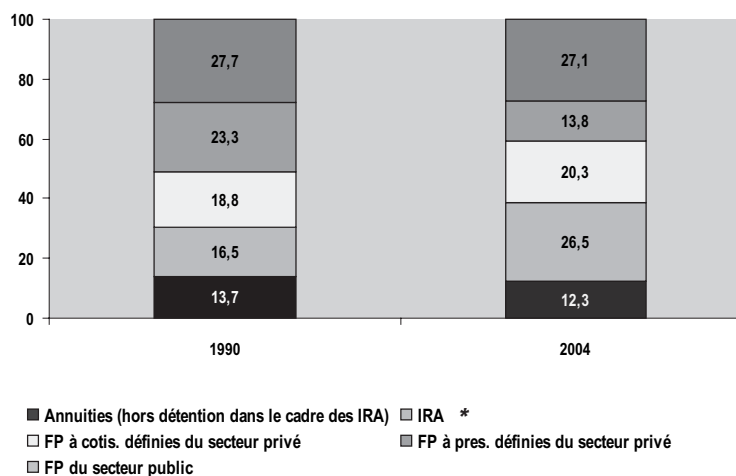


Sources : Federal Reserve, AMF

<sup>1</sup> Nous définissons l'épargne retraite comme l'ensemble des instruments d'épargne dont l'horizon (déterminé en particulier par les règles fiscales) correspond à l'entrée en période de retraite de leurs détenteurs. Nous incluons dans cette définition les créances sur les fonds de pension à prestations définies, même si leur détention ne résulte pas d'une volonté explicite des ménages (au sens où l'initiative de la création de ces fonds de pension et surtout leur financement relèvent exclusivement de la volonté de l'employeur).

<sup>2</sup> Cf. infra pour une présentation de ces deux types de produits.

Graphique 2 : Composition de l'épargne retraite (en % des encours)



Sources : Federal Reserve, AMF

NB. FP : Fonds de pension ; PD : Prestations définies ; CD : Cotisations définies

\* Les Individual Retirement Accounts correspondent à une enveloppe fiscale au sein de laquelle peuvent être détenus différents types d'actifs, comme des parts de Mutual funds ou encore des Annuities proposées par les compagnies d'assurance-vie. Afin d'éliminer les doubles comptages, nous avons retiré de l'encours des Annuities reporté dans le graphique la partie détenue dans le cadre des IRA. A titre indicatif, en 2004, sur un montant global de fonds investis en IRA de 3 475 milliards de dollars, 379 milliards étaient composés d'Annuities. L'encours des Annuities détenues indépendamment des IRA s'élevait quant à lui à 1 608 milliards de dollars, soit 12,3 % de l'épargne retraite.

Les changements qui ont affecté la sphère des fonds de pension d'entreprise, ou ce qui pourrait être qualifié de second pilier du système de retraite (après le régime de base de la Sécurité sociale), semblent avoir découlé d'une volonté assez largement partagée par les entreprises et leurs salariés/épargnants. Leur origine remonte à la loi *Erisa*<sup>3</sup>. Votée en 1974 à la suite de faillites d'entreprises retentissantes, cette loi s'est traduite par un durcissement important de la réglementation des fonds de pension à prestations définies<sup>4</sup>. D'une part, elle a consisté en une reconnaissance juridique de la responsabilité des *Trustees* et plus largement de l'ensemble des personnes parties prenantes dans l'administration et la gestion des fonds collectés. Ensuite, elle a instauré un mécanisme d'assurance des pensions de retraite, avec la création du *Pension Benefits Guaranty Corporation (PBGC)*. Financé par des cotisations émanant des employeurs, la raison d'être du PBGC est d'éviter qu'une faillite d'entreprise ne se traduise pour les salariés par une remise en cause totale du paiement des prestations de retraite. Si la loi *Erisa* a incontestablement conduit à rendre moins incitative pour les employeurs la création de fonds de pension à prestations définies, l'évolution des pratiques professionnelles a également contribué à en limiter l'attrait pour les salariés. En l'occurrence, la plus grande mobilité professionnelle a érodé les avantages de dispositifs de retraite dont le bénéfice pour les employés est croissant avec l'ancienneté dans l'entreprise.

<sup>3</sup> Employee Retirement Income Security Act.

<sup>4</sup> L'évènement clé a été la faillite du constructeur automobile Studebaker en 1963. Le capital accumulé par le fonds de pension mis en place par l'entreprise a été réparti selon une règle de partage donnant la priorité aux individus déjà retraités, puis à ceux encore en activité et possédant au moins dix années d'ancienneté dans l'entreprise, enfin aux autres salariés. Les actifs disponibles étant largement insuffisants, seuls les engagements vis-à-vis du premier groupe de personnes ont pu être honorés en totalité. Les individus des autres groupes ont reçu des montants largement inférieurs aux droits accumulés, voire rien pour certains.

Cette double réticence des salariés et des employeurs explique le succès que vont rencontrer les fonds de pension à cotisations définies, et plus précisément les plans 401(k), dont la création remonte au *Revenue Act* de 1978<sup>5</sup>. Débute alors dans le courant des années quatre-vingt un mouvement structurel de substitution des fonds de pension à cotisations définies aux fonds de pension à prestations définies, mouvement qui va s'accélérer dans les années quatre-vingt-dix. Le nombre de participants actifs aux fonds de pension à prestations définies diminue ainsi progressivement, à la fois en raison de l'arrêt des ouvertures de nouveaux plans mais également de la fermeture (*Termination*) de nombreux plans existants.

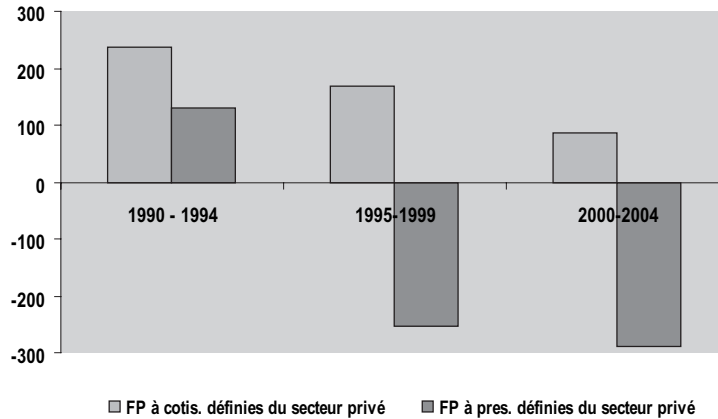
Entre 1985 et 2004, le nombre de fonds de pension à prestations définies passe d'environ 112 000 à un peu moins de 30 000<sup>6</sup>. En 2001, d'après les statistiques du Département du Travail, seulement 13 % des salariés américains n'étaient couverts que par un fonds de pension du type prestations définies, alors que cette proportion était de 58 % au début des années quatre-vingt. Inversement, au début des années deux mille, près de 60 % des salariés n'étaient couverts que par un fonds de pension du type cotisations définies.

L'examen des encours nominaux et plus encore des flux de placement permet de mieux évaluer la vitesse à laquelle se déforme la composition de l'épargne retraite d'entreprise (**graphiques 3 et 4**). Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, les fonds de pension à prestations définies font face à une décollecte massive, de l'ordre de 300 milliards de dollars en cumul sur la période 2000-2004, et leur encours, sur lequel a par ailleurs pesé le retournement des marchés d'actions en 2001-2002, tend désormais à diminuer. A l'opposé, l'encours des fonds de pension à cotisations définies augmente continûment, pour dépasser désormais assez largement celui de leurs homologues à prestations définies. En 2004, l'actif total des fonds de pension à cotisations définies se montait ainsi à 2 662 milliards de dollars, contre 1 811 milliards pour les fonds à prestations définies, et était constitué pour l'essentiel par les plans 401(k). Ces derniers représentaient 80 % de l'encours des fonds de pension à cotisations définies à la fin de l'année 2004. On peut remarquer enfin que le mouvement de substitution des fonds de pension à cotisations définies aux fonds à prestations définies se réalise dans un contexte de réduction significative du flux total de placement : aux sorties observées sur les fonds de pension à prestations définies vient se superposer un recul significatif de la collecte sur les fonds à cotisations définies. Entre 2000 et 2004, les fonds de pension du secteur privé appréhendés dans leur globalité ont ainsi été victimes de sorties pour un montant cumulé s'élevant à 203 milliards de dollars.

<sup>5</sup> Les plans 401(k) correspondent à des plans d'épargne disponibles au sein des entreprises. Les salariés peuvent verser sur ces plans une fraction de leur salaire, les montants épargnés échappant alors à toute fiscalité. Cette incitation fiscale à l'entrée s'accompagne d'une non imposition des revenus financiers et des plus-values lors de la phase d'accumulation. La taxation s'opère à la sortie, prévue par les textes à 59 ans et demi. Les sommes investies par les salariés peuvent éventuellement faire l'objet d'un abondement de l'employeur, lequel peut se concrétiser par un versement en cash ou en titres. Les fonds placés dans les plans 401(k) sont investis à la discrétion des salariés, en fonction du menu d'instruments financiers disponibles. Dans la majorité des cas, les supports seront des parts de Mutual funds.

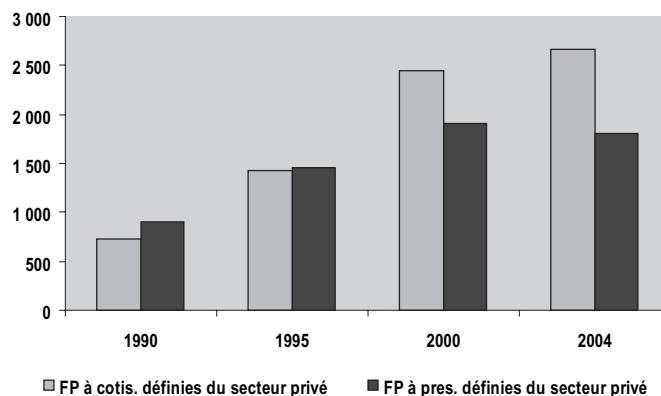
<sup>6</sup> La fermeture de plans implique l'achat par le sponsor d'une rente auprès d'une compagnie d'assurance, de manière à assurer le paiement des pensions promises aux participants du fonds, qu'ils soient actifs ou retraités. Si le fonds est insuffisamment provisionné et que la fermeture est causée par une faillite du sponsor, la charge du paiement des prestations revient au PBGC. Sur l'ensemble des fermetures mentionnées plus haut, l'essentiel concernait des fonds correctement provisionnés. Cf. Belt B. [2005]: Testimony before the Subcommittee on select revenue measures, Committee on ways and means, United States Houses of Representatives, March 8.

**Graphique 3 : Flux de collecte des fonds de pension (cumul sur la période considérée, en milliards de dollars)**



Sources : Federal Reserve, AMF

**Graphique 4 : Les fonds de pension dans le secteur privé (encours en milliards de dollars)**



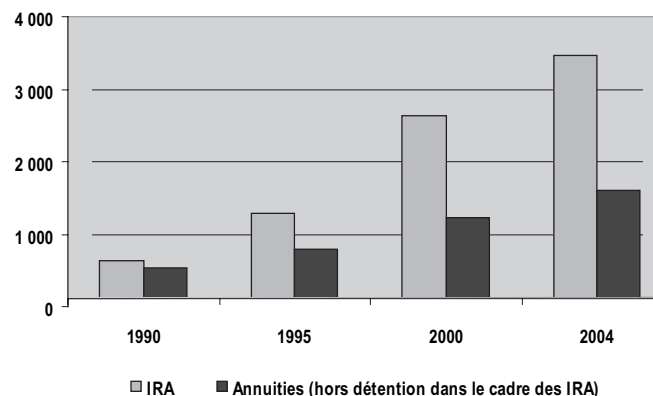
Sources : Federal Reserve, AMF

Le second mouvement remarquable est la montée en puissance des plans d'épargne retraite individuels (troisième pilier du système de retraite). Comme dans le cas des fonds de pension d'entreprise, il trouve son origine à la fin des années soixante-dix et dans la mise en œuvre de la loi *Erisa*. L'administration américaine, soucieuse de fournir à chaque individu les dispositifs nécessaires à la couverture du risque retraite, crée les *Individual Retirement Accounts*. Ces derniers visent un double objectif. Le premier est de fournir aux individus non couverts par des régimes complémentaires d'entreprise les moyens de se constituer un capital retraite. Ces plans sont assortis d'une incitation fiscale à l'entrée, *via* une déductibilité des versements, ainsi que d'une non-imposition des revenus et des gains en capital jusqu'au moment de la sortie du plan, qui est fixée à l'âge de 59 ans et demi. Au moment de la sortie, la taxation s'opère alors de manière classique. Le second objectif est d'assurer, aux individus déjà titulaires d'un plan de retraite d'entreprise, une continuité de ce plan en cas de départ de l'entreprise (dans le cadre d'un simple changement de travail ou d'un départ en retraite). L'opération de transfert des fonds accumulés dans le plan d'entreprise vers un *IRA*, qualifiée de *Rollover*, permet de ne pas perdre l'avantage fiscal associé aux plans d'entreprise, à savoir la non-imposition des gains en capital et des revenus durant la phase d'accumulation.

Initialement modérée, la collecte des *IRA* s'est brusquement accrue entre 1982 et 1986, période au cours de laquelle l'administration américaine a étendu le principe de la déductibilité fiscale des cotisations à l'ensemble de la population, et non plus aux seuls individus non couverts par des fonds d'entreprise. En 1987, le durcissement des dispositions fiscales, qui a consisté à limiter la déductibilité des cotisations à la population présentant les revenus les plus modestes, va entraîner un recul très important des cotisations, mais celles-ci demeureront toutefois à un niveau sensiblement plus élevé que durant le tournant des années quatre-vingt.

L'encours des *IRA*, alimenté certes par les versements mais surtout par les opérations de *Rollover* et des phénomènes de valorisation massifs<sup>7</sup>, va considérablement augmenter pendant les années quatre-vingt-dix. Entre 1990 et 2004, les montants d'actifs accumulés dans ces plans individuels vont ainsi être multipliés par 5,5, soit un rythme moyen de croissance de près de 13 % par an, (**graphique 5**). En 2004, les *IRA* représentaient plus du quart du marché de l'épargne retraite avec un encours total évalué à 3 475 milliards de dollars, partageant la première place avec les fonds de pension du secteur public (27,1 % du marché).

**Graphique 5 : Épargne retraite individuelle  
(encours en milliards de dollars)**



Sources : Federal Reserve, AMF

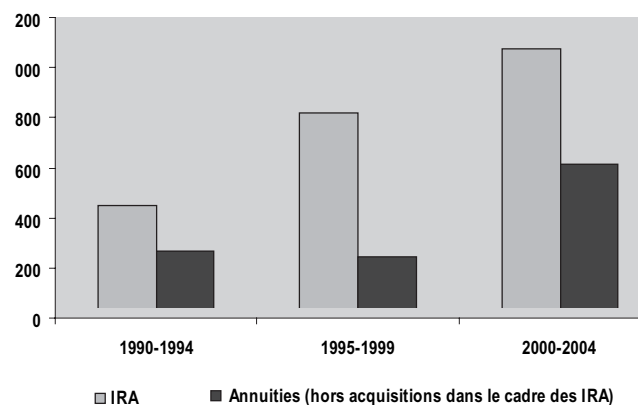
Parallèlement aux *IRA*, les contrats d'épargne retraite proposés par les compagnies d'assurance (les *Annuïtés*) ont également vu leur encours progresser selon un rythme rapide. Les *Annuïtés* sont de véritables produits d'épargne retraite, dont les propriétés fiscales sont proches de celles des plans 401(k) et des *IRA*. En l'occurrence, il n'y a pas de taxation des revenus financiers durant la phase d'accumulation dès lors que la sortie du plan ne s'effectue pas avant l'âge de 59 ans et demi. Contrairement à ce que suggère leur nom, la sortie des *Annuïtés* peut se faire en rentes mais également en capital (*Lump sum*) ou encore sous forme de paiements échelonnés (*Systematic withdrawal*).

<sup>7</sup> Le rôle des plus-values fictives a certainement été très important dans la croissance des *IRA* au cours de la dernière décennie, compte tenu de la très forte teneur en actions des supports d'épargne qu'ils contiennent (cf. infra).

Les *Annuities* ne bénéficient pas d'avantage fiscal à l'entrée, sauf s'ils sont détenus dans le cadre d'un *IRA* ou d'un plan 401(k). Le mouvement de croissance des *Annuities* a été plus modeste que celui des *IRA*, de telle sorte que leur poids dans le total de l'épargne retraite a eu tendance à stagner depuis le début des années quatre-vingt-dix. La collecte opérée par les compagnies d'assurance-vie sur ce type de contrats repose depuis quelques années pour une part importante sur les *Variable annuities*, contrats dont la performance est assise sur un investissement en actions dans des proportions déterminées par l'assuré<sup>8</sup>. Cette innovation de produit a permis aux compagnies d'assurance de contrer la percée des *Mutual funds* dans un contexte caractérisé par un marché boursier très bien orienté et attirant de ce fait un nombre croissant d'épargnants. Entre 1995 et 2004, les *Variable annuities* ont ainsi représenté près des deux-tiers de la collecte des compagnies d'assurance-vie au titre de l'épargne retraite (contre un tiers pour les *Fixed annuities*, selon la *National Association for Variable Annuities*).

Contrairement aux constats réalisés précédemment pour les fonds de pension, les flux de placement en direction des supports d'épargne retraite individuels apparaissent d'une part croissants, d'autre part extrêmement importants, notamment au regard du flux total des placements financiers des ménages américains. Au cours des cinq dernières années, les *IRA* ont ainsi drainé en données cumulées 1 074 milliards de dollars (soit en moyenne 215 milliards de placements annuels, **graphique 6**). La collecte sur les *Annuities* s'est quant à elle montée à 614 milliards de dollars au cours de cette même période, abstraction faite des montants collectés sur ce type de produits et détenus dans le cadre des *IRA* (163 milliards de dollars sur cette même période). Au total, l'épargne retraite individuelle a représenté près des deux-tiers du montant total des placements financiers des ménages.

**Graphique 6 : Flux de collecte des produits d'épargne retraite individuels (cumul sur la période considérée, en milliards de dollars)**



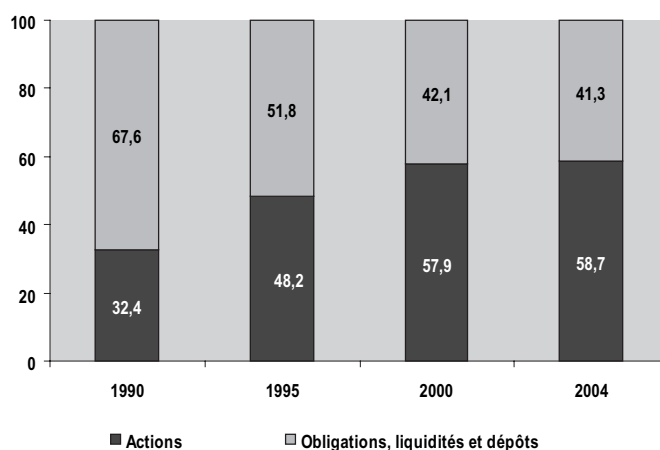
Sources : Federal Reserve, AMF

<sup>8</sup> Les *Variable annuities* s'opposent aux *Fixed annuities*, plus traditionnels, qui présentent des garanties sur le capital et le rendement. Les *Variable annuities* sont parfois assimilées à des parts de *Mutual funds*, du fait de leur principe de fonctionnement. Cf. Hoffman P. et Santomero A.M. [1998]: *Life insurance firms in the retirement market : is the news all bad ?*, Working paper Wharton, 98-04.

## 2. ÉPARGNE RETRAITE ET MARCHÉS FINANCIERS

L'examen des modes d'investissement de l'épargne retraite permet de montrer que l'exposition au risque des marchés d'actions s'est sensiblement accrue dans le courant des années quatre-vingt-dix. Alors que les actions, détenues directement ou indirectement à travers des formes de gestion collective, représentaient un peu moins du tiers des actifs présents dans les plans de retraite en 1990, cette proportion atteint près de 59 % en 2004 (**graphique 7**). De toute évidence, la montée en puissance des fonds de pension à cotisations définies et surtout de l'épargne retraite individuelle s'est accompagnée d'une demande accrue d'actifs risqués, au détriment des produits de taux. On peut d'ailleurs remarquer que le dégonflement de la bulle boursière - et les pertes de valeur qu'il a impliquées - à partir de l'année 2001 n'a pas entraîné en la matière de retour en arrière : entre 2000 et 2004, la part des actions au sein des portefeuilles d'épargne retraite s'est même très légèrement renforcée.

**Graphique 7 : Mode d'investissement de l'épargne retraite (en % des encours\*)**



Sources : Federal Reserve, AMF

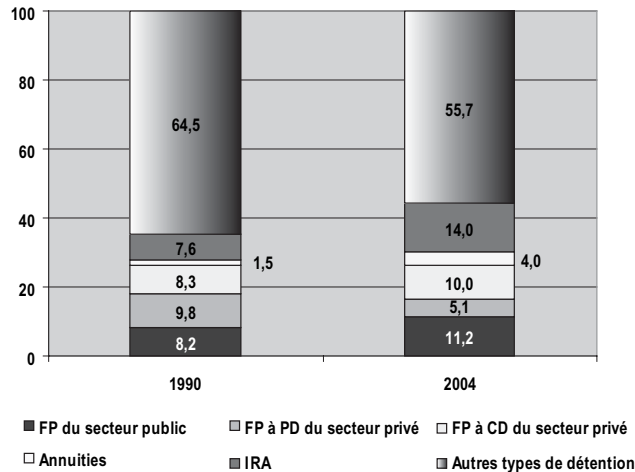
\* La détention d'actions et d'obligations à laquelle il est fait référence ici comprend la détention directe et la détention indirecte à travers toutes les formes de gestion collective (fonds de pension, Mutual funds, Variable annuities, etc.).

Cette évolution dans la structure des investissements se retrouve dans la place qu'occupe l'épargne retraite sur les marchés financiers américains. Les fonds accumulés pour la retraite représentent des proportions très différentes sur le marché obligataire et sur le marché des actions. En 2004, environ 45 % des actions en circulation étaient détenues dans le cadre de plans de retraite, qu'il s'agisse de fonds de pension ou de comptes individuels. Cette proportion est d'ailleurs en hausse significative depuis le début des années quatre-vingt-dix, où elle était de l'ordre de 35 % (**graphique 8**). La même statistique atteint à peine 17 % pour le marché des titres de dette, et elle est au contraire plutôt en baisse comparativement à 1990 (**graphique 9**).



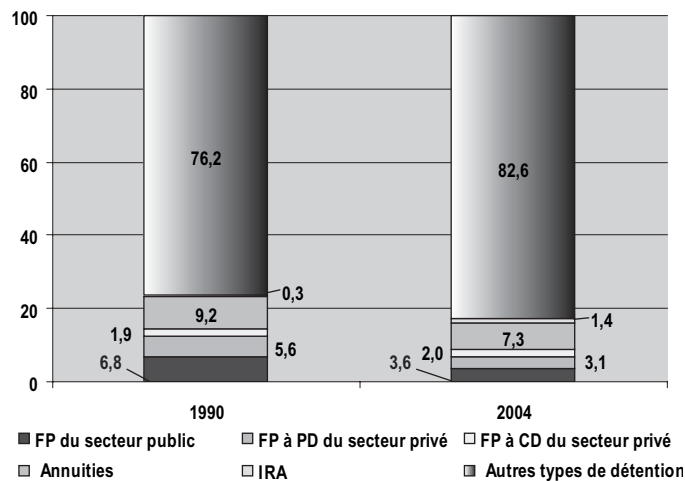
De manière peut-être un peu surprenante, les gestionnaires d'épargne retraite apparaissent donc comme des acteurs de second ordre sur le marché obligataire américain. Celui-ci reste notamment caractérisé par une très forte présence des investisseurs étrangers et, en fonction des segments de marché, par une détention importante émanant des banques commerciales, des *Government Sponsored Enterprises* ou encore des compagnies d'assurance-vie et des ménages (dans le cadre d'une détention directe)<sup>9</sup>.

**Graphique 8 : Composition de la détention d'actions aux États-Unis (en % des encours)**



Sources : Federal Reserve, AMF

**Graphique 9 : Composition de la détention d'obligations aux États-Unis (en % des encours)**



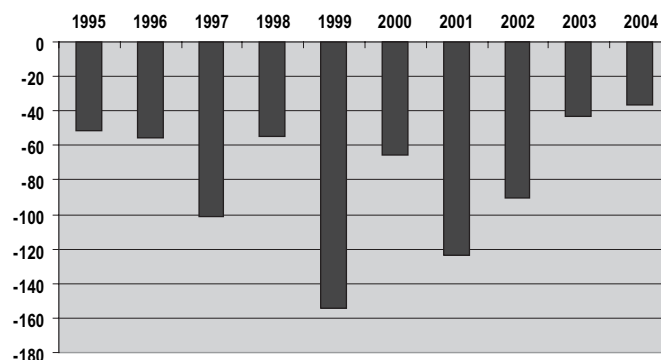
Sources : Federal Reserve, AMF

Les obligations considérées ici correspondent aux titres émis par le Trésor américain, par les *Government Sponsored Enterprises* (comme *Ginnie Mae*, *Fannie Mae* et *Freddie Mac*), par les entreprises financières et non financières, ainsi que les titres émis dans le cadre d'opérations de titrisation.

<sup>9</sup> C'est incontestablement sur le segment des emprunts d'état que la présence des investisseurs étrangers est la plus massive. Par exemple, en 2004, sur un encours de Treasury Securities de 4 370 milliards de dollars, le reste du monde en détenait pour un montant de 1 900 milliards, soit 43,5 %. La détention de titres de la dette privée (Corporate bonds) par les investisseurs étrangers est importante en valeur (1 751 milliards de dollars) mais relativement modeste une fois rapportée au montant des titres en circulation émis par les entreprises financières et non financières résidentes (6 543 milliards). Toujours sur ce segment des Corporate bonds, les compagnies d'assurance-vie apparaissent comme l'acteur domestique le plus important, avec une détention de 1 768 milliards de dollars. Cette détention reflète l'investissement des contrats d'épargne retraite, mais également des contrats d'assurance-vie traditionnels. Enfin, le segment des Mortgage Backed Securities et des titres émis directement par les *Government Sponsored Enterprises* est dominé du point de vue de la demande par les banques commerciales et les GSE elles-mêmes, qui apparaissent donc des deux côtés du marché.

Les fonds de pension à prestations définies assument globalement une présence assez modeste sur le marché des titres. En 2004, ils ne détenaient pas plus de 16 % du stock d'actions en circulation, et seulement 7 % du stock d'obligations. Pour l'essentiel, la détention d'actions est le fait des fonds de pension du secteur public (à hauteur de 11 %), qui ne sont pas dans une logique d'extinction comme c'est le cas pour leurs homologues du secteur privé. Les sorties massives réalisées au cours de ces dernières années sur les fonds de pension à prestations définies du secteur privé ont en effet abouti à amoindrir leur rôle sur les marchés financiers, et leur contribution à la détention d'actions est désormais presque marginale. L'examen des flux d'achats et de ventes de ces fonds de pension est à cet égard très éclairant. Entre 1995 et 2004, ils ont eu une position systématiquement vendeuse sur le marché des actions, avec des opérations de taille souvent très importante, comme en particulier en 1999 (où les ventes nettes se sont montées à 155 milliards de dollars, **graphique 10**) ou au cours de la période 2001-2002.

**Graphique 10 : Achats d'actions par les fonds de pension à prestations définies du secteur privé (en milliards de dollars)**



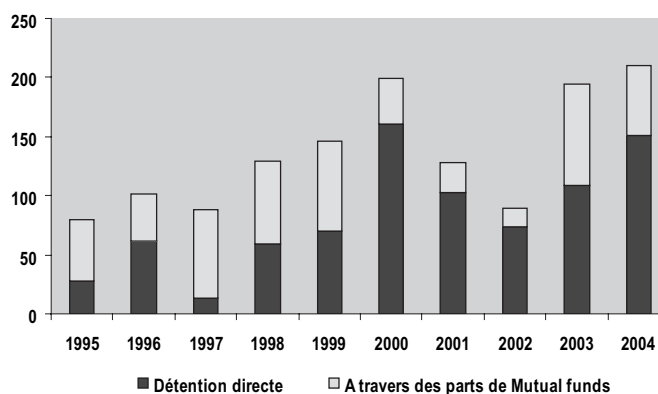
Sources : Federal Reserve, AMF

Cette érosion du rôle des fonds à prestations définies du secteur privé ne se traduit que partiellement par un raffermissement de la position des fonds de pension à cotisations définies. Ainsi, en dépit de la popularité des plans 401(k), les fonds de pension à cotisations définies ne constituaient en 2004 que 10 % de la détention totale d'actions, soit seulement deux points de plus qu'en 1990. Ce constat est d'autant plus surprenant que la composition des plans 401(k) est très largement dominée par les supports actions, à travers l'actionnariat salarié ou la détention de parts de *Mutual funds*. Mais nous devons nous rappeler que le mouvement de substitution des fonds à cotisations définies aux fonds à prestations définies s'effectue dans un contexte global de réduction des flux de placement en direction des fonds de pension (cf. *supra*).

La contrepartie de ces mouvements est le rôle croissant de la détention d'actions dans le cadre des plans individuels, situation qui vient faire écho aux grandes déformations observées au niveau de l'épargne retraite. En particulier, le rôle des *IRA* apparaît comme désormais très important sur le marché des actions aux États-Unis, puisque représentant 14 % de la détention totale d'actions.

La détention d'actions dans le cadre de ces plans se réalise de deux manières. Soit il s'agit de détention directe, pour environ 1 400 milliards de dollars, soit il s'agit d'une détention indirecte à travers principalement des parts de *Mutual funds*, à hauteur de 1 020 milliards de dollars. L'examen des flux nets d'acquisitions d'actions montre que le phénomène est massif. Pour chacune des deux années 2003 et 2004, les acquisitions ont été de l'ordre de 200 milliards de dollars (**graphique 11**). On doit noter que les flux répertoriés ici proviennent vraisemblablement pour une part importante des sorties réalisées sur les fonds de pension à cotisations définies. En effet, la pratique largement répandue du *Rollover* permet aux salariés quittant leur entreprise ou entrant en période de retraite de transférer sans pénalité fiscale au sein des *IRA* les fonds accumulés dans leurs plans 401(k)<sup>10</sup>.

**Graphique 11 : Acquisitions d'actions à travers les *Individual Retirement Accounts* (en milliards de dollars)**



Sources : Federal Reserve, AMF

### 3. UN PREMIER DÉFI : PÉRENNISER LES FONDS DE PENSION À PRESTATIONS DÉFINIES DANS LE SECTEUR PRIVÉ

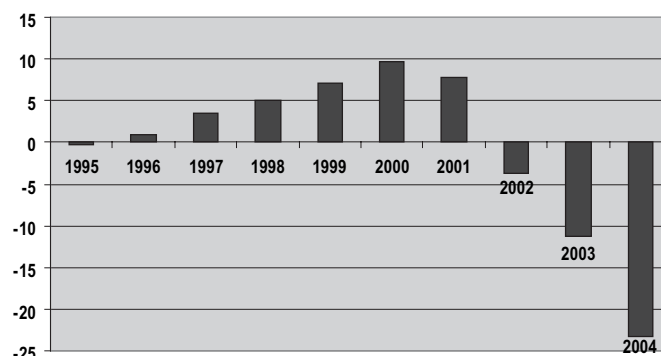
La problématique des retraites est la source de débats importants aux États-Unis. Le dégonflement de la bulle boursière, les difficultés spécifiques de certains secteurs d'activité (comme les transports, dans le sillage des attentats du 11 septembre 2001), ou encore des comportements frauduleux (Enron), ont mis en évidence certains risques portant sur les retraites futures des ménages.

La première zone d'ombre concerne l'équilibre financier des fonds de pension à prestations définies dans le secteur privé. La chute des marchés d'actions au début des années deux mille et le recul important des taux d'intérêt ont entraîné une détérioration sans précédent des situations financières des fonds de pension de nombreuses entreprises, la baisse de la valeur des portefeuilles de titres s'accompagnant d'une hausse mécanique des engagements par le simple jeu de l'actualisation.

<sup>10</sup> Les opérations de Rollover constituent en fait la source principale d'alimentation des IRA. En 2001, d'après les statistiques disponibles, les Rollovers se sont montés à 187 milliards de dollars, tandis que les contributions n'avaient quant à elles pas excédé les 10 milliards. Pour l'essentiel, ce sont les changements d'entreprise qui constituent le motif le plus fréquent des Rollovers. Cf. Holden S. et al. [2005]: The individual retirement account at age 30 : a retrospective, Perspective, ICI, Vol. 11, n° 1, February.

D'après les estimations disponibles, en 2004, le montant total du sous-provisionnement découlant de ces évolutions divergentes des actifs et des passifs atteignait un montant record de 450 milliards de dollars. Parallèlement, la fermeture de certains fonds de pension insuffisamment provisionnés (notamment dans le cadre des faillites d'entreprise enregistrées dans les secteurs du transport aérien et de l'acier) ont exercé des tensions sur le système d'assurance des prestations de retraite. La hausse importante des indemnités a conduit à déséquilibrer massivement les comptes de l'organisme d'assurance, le PBGC. Pour ce qui concerne les fonds de pension sponsorisés par une entreprise unique (*Single-Employer Program*), les comptes ont ainsi affiché en 2004 une position déficitaire de 23 milliards de dollars, soit une augmentation très nette comparativement aux déficits enregistrés lors des deux années précédentes (**graphique 12**)<sup>11</sup>.

**Graphique 12 : Position nette PBGC - *Single-Employer Program* (en milliards de dollars)**



Source : PBGC

Il semble se dégager un certain consensus sur les raisons ayant pu conduire à l'apparition de tels niveaux de sous-financement ainsi qu'au creusement du déficit du dispositif d'assurance. Une première raison se trouve dans les méthodes retenues pour comptabiliser les actifs et les passifs des fonds. En l'occurrence, est visée la possibilité accordée jusqu'ici d'évaluer les portefeuilles d'actifs et les engagements inscrits au passif en prenant pour référence des prix relativement déconnectés des conditions de marché. Les titres possédés peuvent ainsi être évalués à partir d'une moyenne des prix observés au cours des dernières années, la seule contrainte étant que la valeur ainsi estimée du portefeuille soit comprise entre 80 et 120 % de sa valeur de marché. Quant aux engagements, ils sont calculés en prenant pour coefficient d'actualisation une moyenne (calculée sur les quatre dernières années) des taux à 30 ans sur emprunts d'État ou bien un *proxy* de la rentabilité attendue à moyen terme sur le portefeuille d'actifs. Cette logique, qualifiée parfois d'actuarielle et qui présente l'avantage évident de préserver les fonds de pension des évolutions à court terme parfois erratiques des prix de marché, aboutit à l'élaboration de bilans non représentatifs de l'état effectif du fonds.

<sup>11</sup> Lors de leur fermeture, les fonds de pension d'US Airways et d'United Airlines accusaient un sous-provisionnement de respectivement 5 et 9,8 milliards de dollars. Sur cette somme globale de près de 15 milliards de dollars, le PBGC prendra à sa charge 9,5 milliards. Le solde représente des engagements qui ne seront pas honorés, et constitue donc une perte pour les participants à ces deux fonds. A la fin de l'année 2004, les perspectives n'étaient d'ailleurs en la matière pas très encourageantes, puisque parmi les fonds insuffisamment provisionnés, un nombre significatif était sponsorisé par des entreprises présentant une santé financière dégradée et ayant donc une probabilité assez forte d'être fermés pour cause de faillite. Plus précisément, d'après le PBGC, 96 milliards de sous-provisionnement étaient imputables à des fonds de pension sponsorisés par des entreprises classées en catégorie spéculative par les agences de notation.

Si cette situation n'est en soit pas dramatique lorsqu'elle concerne des entreprises parfaitement solvables, dont l'horizon s'inscrit légitimement dans le long, voire le très long terme, elle peut avoir des conséquences beaucoup plus dommageables dans le cas d'entreprises moins saines, voire en faillite. Ainsi, lors de la faillite de *Bethlehem Steel* en 2002, le fonds de pension de cette entreprise affichait, via l'application des principes comptables en vigueur, un niveau de financement de 85 %, alors que le niveau effectif découlant de la prise en compte des valeurs de marché n'atteignait même pas 50 %.

Une seconde raison tient au mécanisme mis en place afin d'assurer la recapitalisation du fonds de pension. Selon le *Funding Standard Account*, chaque année est évaluée la différence entre les crédits et les charges. Les crédits correspondent à la variation positive de l'actif global du fonds de pension. Une telle évolution peut provenir d'une valorisation du portefeuille de titres, des distributions d'intérêts ou de dividendes, ou bien des versements en numéraire effectués par le sponsor. Les charges correspondent au contraire à un accroissement des engagements. Celui-ci peut découler de l'augmentation mécanique des engagements du fait des droits nouveaux accumulés par les participants au fonds, ou alors de changements dans le calcul des prestations.

L'écart entre les crédits et les charges au cours d'une année vient alimenter au bilan un poste dénommé *Credit Balance*. Ce poste, dont la valeur ne peut pas être négative, constitue une réserve qui peut, le cas échéant, être mobilisée pour éponger d'éventuels déficits dans les périodes futures. Parallèlement à ce mécanisme de financement courant, les entreprises doivent s'acquitter d'une contribution additionnelle, l'*Additional Funding Charge (AFC)*, dès lors que le fonds de pension se trouve en position de sous-financement, c'est-à-dire dès lors que les actifs enregistrés en portefeuille sont insuffisants au regard des engagements inscrits au bilan. Cette contribution peut se matérialiser par un apport de liquidités, ou alors provenir d'un tirage sur le poste *Credit balance*.

Les règles utilisées pour calculer les exigences annuelles de financement et, le cas échéant, les *AFC*, reposent également sur une vision actuarielle/long terme de la vie des fonds de pension. Ainsi, lorsque le fonds est correctement provisionné en début d'année mais que les actifs subissent une dépréciation, les contributions à apporter pour compenser la dévalorisation des actifs sont étalées sur une longue période. De la même manière, pour les fonds sous-provisionnés, les *AFC* sont évaluées de telle façon que l'insuffisance d'actifs ne soit résorbée qu'à un horizon de moyen-long terme. Ces règles permettent d'expliquer une déconnexion assez forte entre l'état financier des fonds de pension au début des années deux-mille et le montant des contributions opérées par les *sponsors*. La possibilité de lisser dans le temps les moins-values fictives découlant de la correction des marchés d'actions et, le cas échéant, l'insuffisance des portefeuilles d'actifs relativement aux engagements, s'est ainsi traduite pendant plusieurs années par des apports de liquidités très faibles de la part des sponsors, alors même que certains fonds de pension commençaient à accuser des déficits massifs. Cette configuration trouve une illustration parfaite avec l'entreprise *US Airways*, dont le fonds de pension n'avait reçu aucune contribution en *cash* au cours des quatre années précédant sa fermeture.

Le diagnostic de la crise des fonds de pension étant effectué, l'administration américaine a réagi au début de l'année 2005 avec un jeu de propositions visant à consolider les dispositifs de retraite d'entreprise et, ce faisant, le régime d'assurance qui leur est associé. Les propositions, en nombre important, se déclinent autour de trois grands thèmes, à savoir réformer les règles de financement, améliorer l'information du public et du régulateur sur leur situation financière, enfin, réformer les principes de fixation des cotisations versées au *PBGC* de manière à faire davantage dépendre les primes versées du risque effectif des différents sponsors contributeurs<sup>12</sup>. Les propositions de réforme portant sur le financement des fonds de pension constituent sans doute le cœur de la réforme. On retrouve dans le contenu de ces propositions des réformes déjà entreprises dans certains pays européens, en l'occurrence au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Leur philosophie consiste à introduire dans le calcul de la valeur du portefeuille d'actifs et des engagements une plus grande dépendance aux conditions contemporaines de marché, de manière à éviter la publication d'états financiers économiquement non représentatifs.

La possibilité de prendre en compte des prix d'actifs "lissés" sur plusieurs années pour évaluer les éléments d'actif et de passif serait ainsi éliminée. Pour ce qui concerne les engagements, par exemple, une courbe des taux sur emprunts *Corporate* de haute qualité (notés AA) viendrait se substituer à la moyenne historique des taux sur emprunt d'état à 30 ans utilisée jusqu'ici. Cette courbe des taux, qui serait publiée chaque mois par le Trésor, permettrait de tenir compte des évolutions des marchés obligataires mais également du calendrier prévisionnel de réalisation des engagements, ces derniers étant actualisés en utilisant un taux d'intérêt de maturité correspondante au sein de la courbe. Ce premier jeu de réformes serait complété par une accélération du processus de refinancement en cas de situation de sous-provisionnement, et ceci afin d'éviter que des situations de déficits ne se pérennisent.

Les simulations réalisées par l'administration américaine et le *PBGC* suggèrent que les réformes projetées devraient permettre de rétablir et de pérenniser l'équilibre financier des fonds de pension<sup>13</sup>. En particulier, elles permettraient d'éviter l'apparition et surtout la non-résorption de déséquilibres importants. Une question souvent posée est celle de l'impact des nouvelles règles d'enregistrement comptable sur la composition des portefeuilles. En filigrane derrière cette question se trouve celle de l'impact sur les prix des actifs financiers, partant du principe qu'une réallocation des portefeuilles pourrait jouer sur les prix relatifs des différents actifs. La plus grande prise en compte des conditions contemporaines de marché et le durcissement des règles de refinancement des fonds pourraient se traduire par une préférence accrue des gérants pour les titres obligataires, dont le rendement présente une volatilité plus faible et qui permettent d'asseoir une corrélation plus forte entre les éléments de l'actif et les engagements, ces derniers évoluant, *via* le principe de l'actualisation, au gré des fluctuations de taux d'intérêt.

<sup>12</sup> Cf. U.S. Department of Labor [2005]: *Strengthen funding for single-employer pension plans*, February 7.

<sup>13</sup> PBGC [2005]: *The impact of pension reform proposals on claims against the pension insurance program, losses to participants, and contributions*, October 26.

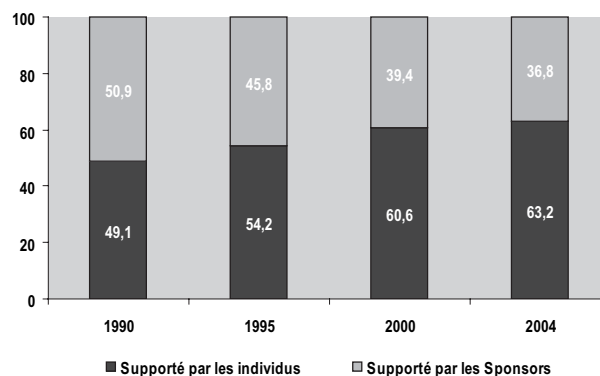
De toute évidence, des réformes de cette nature sont susceptibles d'influencer les choix de portefeuille, comme l'atteste par exemple le cas du Royaume-Uni. Dans ce pays, les réformes réglementaires du milieu des années quatre-vingt-dix ont conduit les fonds de pension à alléger significativement leur exposition au risque des marchés d'actions, au profit d'une détention accrue d'obligations<sup>14</sup>. Il est bien entendu difficile d'évaluer *ex ante* l'ampleur que ce phénomène prendra aux États-Unis, mais l'on peut avancer avec une certaine assurance que son effet sur les marchés financiers sera probablement assez limité. Les propos qui précèdent montrent en effet que les fonds de pension à prestations définies du secteur privé représentent une part extrêmement faible de la détention totale d'actions, et que les réaménagements de leur portefeuille ne devraient donc pas sensiblement modifier les équilibres macroéconomiques d'offres et de demandes.

#### 4. UN SECOND DÉFI : AMÉLIORER L'ALLOCATION D'ACTIFS AU SEIN DES PLANS D'ÉPARGNE RETRAITE

Une seconde source d'inquiétude se situe cette fois du côté des fonds de pension à cotisations définies. La problématique porte sur le risque assumé par les ménages détenteurs de plans d'épargne et, de manière plus large, sur la qualité des allocations d'actifs individuelles. Les propos précédents ont souligné l'importance croissante de la part des actifs risqués (les actions) comme mode d'investissement de l'épargne retraite, tous supports confondus. Il est possible de compléter l'analyse en estimant la part du risque actions effectivement à la charge des individus. Une telle opération montre que les individus tendent à assumer une part croissante du risque d'investissement.

Ce mouvement s'explique à la fois par le très fort contenu en actions des supports d'épargne individuels et des plans d'entreprise, ainsi que par l'érosion des fonds de pension à prestations définies dans le secteur privé. En 1990, le risque actions était partagé à peu près à parts égales entre les *sponsors* publics et privés des fonds de pension et les épargnants (**graphique 13**) ; en 2004, ces derniers assument environ les deux tiers du risque actions.

**Graphique 13 : Partage du risque actions dans l'épargne retraite (en %)**



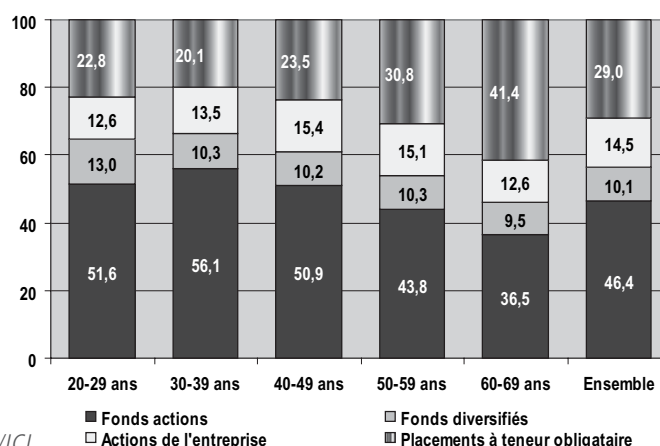
Sources : Federal Reserve, AMF

<sup>14</sup> Cf. Pansard F. [2005]: *Un examen de la politique de placement des investisseurs institutionnels au plan international*, Lettre économique et financière, Autorité des marchés financiers, Mai.

La littérature académique disponible traitant de la qualité des allocations de portefeuille opérées par les ménages tend à montrer l'incapacité de ces derniers à réaliser des choix prudents et en cohérence avec les principes élémentaires de gestion de portefeuilles. Dans un nombre important de cas les portefeuilles sont mal diversifiés, composés d'actifs inappropriés à l'horizon de l'épargnant, et les réallocations d'actifs sont quasiment inexistantes, témoignant par là d'une grande passivité en matière financière. L'illustration peut-être la plus parlante de cette incapacité des ménages à allouer de manière efficace leur épargne est le choix concernant la détention de titres maison au sein des plans d'épargne salariale 401(k). Les statistiques agrégées ne permettent pas de prendre pleinement la mesure du phénomène de sur-représentation des titres maisons (**graphique 14**). En effet, si l'on considère l'ensemble des plans, les titres de l'entreprise *sponsor* représentent environ 15 % des actifs. Toutefois, une analyse plus fine témoigne de situations individuelles périlleuses, avec des actions de l'entreprise *sponsor* représentant la majorité des actifs accumulés, voire même dans certains cas la quasi totalité. L'*Institute of Management and Administration* rapporte par exemple que les titres maison représentaient en 2001 près de 95 % des actifs des plans 401(k) chez *Procter & Gamble*, 90,2 % chez *Abbott Laboratories*, ou encore 81,5 % chez *Coca-Cola*. Lorsque la société *Enron* a fait faillite, les actions de l'entreprise représentaient 41 % des plans 401(k) des salariés.

Les informations disponibles, en particulier les données d'enquête, portant sur les motivations de l'actionnariat salarié sont instructives quant à la manière qu'ont la majorité des individus d'appréhender leur politique d'investissement<sup>15</sup>. Tout d'abord, les salariés ne perçoivent pas le risque effectif découlant de la détention massive de titres de l'entreprise qui les emploie. Pour une majorité d'entre eux, il est moins risqué de détenir des titres maison que de détenir un portefeuille d'actifs diversifiés. Une seconde caractéristique doit être mentionnée : les salariés investissent d'autant plus dans les titres de leur entreprise que la performance boursière passée du titre a été importante, partant implicitement du principe selon lequel le passé préjuge nécessairement du futur, ce qui est réfuté largement par les études consacrées aux prix d'actifs financiers. Enfin, le dernier élément est l'existence d'un effet d'entraînement (*Endorsement effect*) provenant du comportement des employeurs. Lorsque l'abondement de l'employeur au plan d'épargne se fait sous forme de titres plutôt que de *cash*, les salariés tendent à interpréter ce choix comme un signal d'achat et à investir plus massivement en titres maison, accentuant en cela le mouvement initié par l'entreprise<sup>16</sup>.

**Graphique 14 : Composition de l'actif des plans 401(k) (en % des encours)**



Source : EBRI/ICI

<sup>15</sup> Cf. Munnell A.H., et Sunden A. [2002]: 401(k)s and company stock : how can we encourage diversification ?, Issue in Brief, Center for Retirement Research, Boston College, July, Number 9. Cf. également Benartzi S. [2001]: Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock, Journal of Finance, LVI, October.

<sup>16</sup> La détention importante de titres maisons découle également de la volonté des entreprises, qui abondent en titres les plans d'épargne retraite. Trois raisons principales justifient une telle politique de la part des entreprises. D'une part, le paiement en actions est jugé par les employeurs comme moins coûteux que le paiement en cash. D'autre part, l'actionnariat salarié est jugé comme un moyen d'aligner les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires. Enfin, l'actionnariat salarié est considéré comme un moyen de se protéger des OPA hostiles, partant du principe



Beaucoup d'économistes considèrent que la réglementation des plans 401(k) doit être revisitée si l'on ne veut pas mettre en péril les retraites futures de nombreux ménages américains. La réglementation en vigueur date en effet pour l'essentiel d'une époque où les plans d'épargne salariale n'avaient pas l'importance qu'ils ont aujourd'hui, et où ils étaient considérés comme de simples compléments aux plans de retraite traditionnels du type *Defined benefits*. Des premiers éléments de réforme ont déjà été entrepris au cours de ces dernières années, mais ils ne concernent pas le problème de l'allocation d'actifs.

Pour l'essentiel, ils visent à renforcer la participation des salariés aux plans d'épargne salariale et plus généralement aux dispositifs d'épargne retraite, à travers la mise en place d'une participation automatique aux plans 401(k) (*Automatic enrollment*) et d'un basculement automatique (*Automatic rollover*) des fonds investis dans ces plans vers un *IRA* en cas de départ du salarié. L'objectif visé est d'augmenter le niveau de l'épargne retraite, en particulier chez les ménages présentant des niveaux de revenu peu élevés.

A l'évidence, la réglementation des fonds de pension du point de vue de l'allocation d'actifs constituera à l'avenir un chantier important, après celui qui a consisté à solidifier les fonds de pension à prestations définies. Les solutions envisagées pour entraîner une composition plus rationnelle des portefeuilles pourraient comprendre deux volets<sup>17</sup>. Un premier jeu de règles viserait à limiter l'attrait de l'actionnariat salarié, tant pour l'employeur que pour les employés, afin de résoudre le problème spécifique de la détention excessive de titres maison. S'il semble difficile d'instaurer un plafond maximum de détention de titres maison, au motif de ne pas entraver la liberté d'investissement laissée aux salariés, une règle envisageable serait par exemple de n'autoriser le placement en titres maison que si un montant minimum de placement a déjà été réalisé sur d'autres supports offerts dans le plan. Une seconde piste serait de revisiter la réglementation afférente à la responsabilité des *Trustees*. Depuis le vote de la loi *Erisa*, les principes de prudence et de diversification auxquels doivent se soumettre les *Trustees* ne s'appliquent pas dès lors que l'abondement de l'employeur se fait en actions de l'entreprise, ce qui crée un biais important en faveur de cette modalité

Le second volet consisterait à promouvoir une allocation d'actifs efficace à travers la mise en place et la promotion d'une option d'investissement par défaut, qui permettrait de libérer les salariés qui le souhaiteraient de la responsabilité de réaliser eux-mêmes leur choix de portefeuille. L'option par défaut pourrait consister par exemple en un investissement dans un fonds du type cycle de vie, modulant mécaniquement la détention d'actions en fonction de l'âge du souscripteur. L'instauration d'une telle possibilité d'investissement devrait s'accompagner d'une réflexion sur la responsabilité des *Trustees*, comme dans le cas précédent relatif à la détention de titres maison, afin de ne pas décourager les entreprises de proposer des fonds sur lesquels le choix de portefeuille relèverait plus largement de leur responsabilité

<sup>17</sup> Voir en particulier Gale W.G., Iwry J.M., Munnell A.H. and Thaler R.H. [2004]: *Improving 401(k) investment performance, Issue in Brief, Center for Retirement Research, Boston College, December, Number 26.*