

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du mercredi 27 septembre 2006 à 9 h 30

"Le mode de financement des régimes de retraite"

Document N°10

<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Le rôle du Fonds de réserve pour les retraites
dans le financement des régimes par répartition :
éléments de réflexion

Note pour le Conseil d'orientation des retraites

Fonds de réserve pour les retraites

Septembre 2006



RB-CA

11 septembre 2006

Le rôle du FRR dans le financement des régimes par répartition : éléments de réflexion

Introduction

Cette note tente d'apporter quelques éléments de clarification sur le rôle que pourrait jouer le FRR dans le besoin de financement de certains régimes de retraite par répartition. La définition d'un objectif pose également la question des moyens.

I. La nécessité d'une approche d'ensemble

L'objectif du FRR doit être déterminé en intégrant les objectifs des autres « outils » à la disposition de la collectivité pour résoudre le problème de financement des régimes de retraite par répartition. Parmi ces autres outils nous pouvons citer : l'allongement de la durée de cotisation, la baisse du niveau des prestations au moment de la retraite, la hausse des cotisations sur les salaires,...

Définir des objectifs indépendamment pour chacun de ces outils n'a aucun sens. Un travail de « rebouclage » global s'impose. Selon que le FRR a pour mission de contribuer au « talon » des besoins financements (c'est-à-dire qu'il doit verser X milliards d'euros chaque année à partir de 2020) ou que le FRR est utilisé comme outil de lissage inter-temporel, c'est-à-dire après application des autres mesures, alors sa stratégie optimale d'investissement pourra être complètement différente.

Ne pas définir de manière précise l'objectif financier du FRR a toutes les chances de conduire à une stratégie d'investissement non optimale sur le long terme et donc à des coûts d'opportunité significatifs pour la collectivité.

II. Un outil permettant d'atteindre un optimum collectif

Comment vérifier que le FRR dégage bien sur le long terme un surplus collectif ?

Il est essentiel que la collectivité et les décideurs publics disposent d'un critère simple leur permettant de vérifier régulièrement que le FRR est sur la bonne voie pour dégager un surplus financier sur le long terme.

La dette globale de la nation peut être vue comme la somme de ses dettes financières et de sa « dette sociale » sur le long terme (dont les déficits prévisionnels des régimes de retraite font partie).

Dans ce cadre, le coût moyen pour l'Etat des sommes allouées au FRR sur la période 2006-2020 est utilisé comme seuil minimal de rentabilité sur le long terme. En effet, toute somme investie par l'Etat dans le FRR n'est pas utilisée pour son désendettement. Néanmoins, cette somme est placée pour financer une dette sociale future. Ce coût moyen a été estimé à 4,4 % (voir l'annexe).

Si le FRR obtient sur le long terme un rendement supérieur à 4,4 %, il génèrera un surplus financier pour la collectivité qui servira à financer une partie des déficits des régimes de retraite par répartition. Ce surplus est égal à la différence entre le rendement du portefeuille du FRR et le coût moyen des ressources affectées au FRR. Ce critère permet donc d'insérer de manière optimale le FRR dans la politique financière à long terme de l'Etat.

Ce chiffre de 4,4 % n'est pas figé et peut évoluer si le scénario macro-économique retenu était revu de manière significative.

Avec l'allocation stratégique actuelle du FRR (60 % actions – 30 % obligations et 10 % en actifs apportant de la diversification) les simulations montrent que le FRR a au moins 80 % de chances de dégager un surplus financier, c'est-à-dire d'obtenir *in fine* un rendement moyen net supérieur à 4,4 %.

La stratégie d'investissement du FFR prend en compte les actifs déjà détenus par les ménages français

Dans sa stratégie d'investissement, le FRR prend en compte les actifs déjà détenus par les ménages français.

Ainsi, quand le FRR a décidé d'investir dans le secteur de l'immobilier il a évité le secteur de l'immobilier pour particuliers. En effet, un pourcentage élevé de ménages français sont propriétaires de leur logement. On peut considérer que les ménages français pourront utiliser une partie de ce patrimoine pour financer une fraction de leurs retraites futures. Aussi, pour éviter de concentrer le risque dans un seul et même compartiment du secteur immobilier, le FRR a-t-il privilégié l'immobilier professionnel (bureaux, commerces,...), supposé plus rémunérateur à long terme que l'immobilier pour particuliers et dont les rendements sont faiblement corrélés avec les rendements de l'immobilier pour particuliers.

De même, les ménages français privilégient massivement les actions françaises au détriment des actions étrangères dans leurs achats de valeurs mobilières pour leur épargne de long terme. Le FRR, par une stratégie d'investissement en actions plus équilibrée sur le plan géographique, améliore collectivement la diversification des risques.

Un accès aux marchés financiers différent des particuliers

Le FRR a accès à des actifs financiers et des formes d'investissement auxquels ont difficilement accès les ménages français et qui nécessitent une expertise pointue. Capital investissement, indices matières premières et infrastructures en sont des exemples typiques. Le FRR peut ainsi atteindre une meilleure allocation d'actifs que les ménages français en termes de couple rendement-risque sur le long terme.

Des coûts d'intermédiation faibles

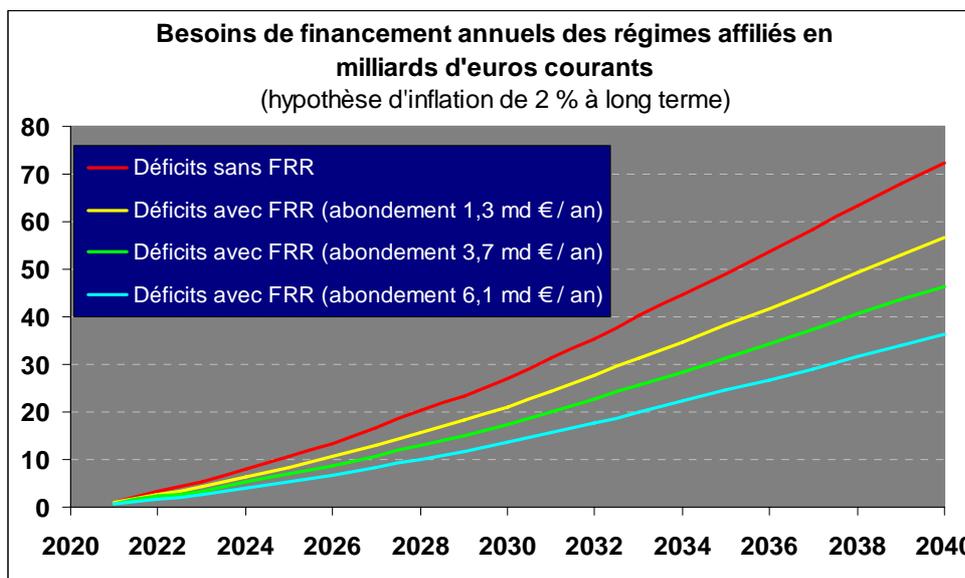
La forme d'investissement privilégiée par le FRR (le mandat) permet de bénéficier de coûts de gestion et d'intermédiation financière très faibles par rapport aux frais payés par les particuliers dans le cadre de souscriptions dans des OPCVM ou l'achat direct de titres. Ces écarts peuvent être significatifs.

III. La contribution potentielle du FRR au financement des régimes de retraite entre 2020 et 2040

Nous sommes partis du scénario médian du Conseil d'Orientation des Retraites de mars 2006 (taux de chômage de 7 %). Ce scénario n'intègre pas de mesures supplémentaires par rapport à la réforme de 2003.

3 scénarii « jalons » de financement du FRR ont été élaborés pour la période 2006-2020. Nous considérons que les régimes éligibles bénéficiant des contributions financières du FRR seront la CNAV, la Cancava et l'Organic :

- Avec 1,3 milliard d'euros par an de 2006 à 2020 (soit les abondements minimaux), le FRR pourrait couvrir 22 % des besoins de financement des régimes éligibles ;
- Avec 3,7 milliards d'euros par an de 2006 à 2020 (soit la moyenne des abondements de 2000 à 2005), le FRR pourrait couvrir 36 % des besoins de financement des régimes éligibles ;
- Pour couvrir 50 % des besoins de financement des régimes éligibles, il faudrait que le FRR reçoive 6,1 milliards d'euros par an de 2006 à 2020.



Ces simulations appellent quelques commentaires. Premièrement, elles supposent qu'aucune mesure supplémentaire par rapport à la réforme de 2003 n'a été prise (hypothèse forte). Quels chiffres obtiendrait-on après intégration de mesures additionnelles réalistes ? Symétriquement, quelle hausse des taux de cotisation serait rendue acceptable avec tel niveau de contribution du FRR ?

L'on perçoit bien l'intérêt d'un « rebouclage » global. Deuxièmement, il semble important que le nombre de bénéficiaires ou de régimes éligibles n'augmente pas trop afin de ne pas diluer le rôle du FRR pour chaque régime.

Enfin, il apparaît clair que le FRR doit bénéficier d'un niveau minimal de dotations afin de remplir correctement et efficacement son rôle (seuil minimal d'efficacité). Outre le niveau moyen des dotations annuelles versées au FRR se pose également la question de la régularité de ces dotations afin de bâtir une stratégie de financement stable.

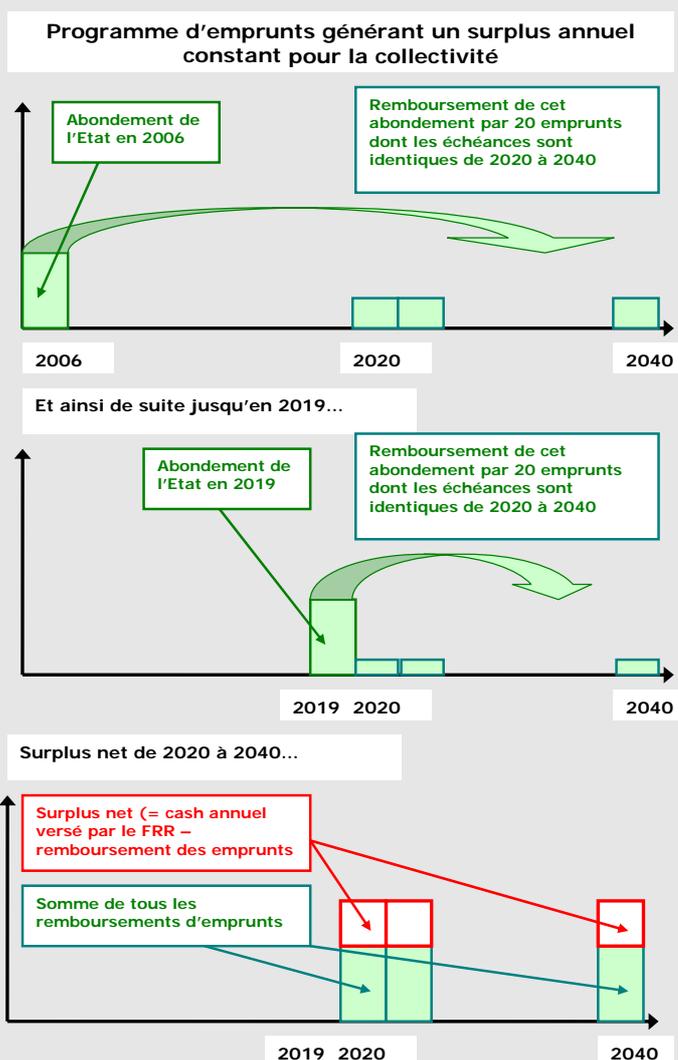
Annexe : comment est calculé le taux de 4,4 % ?

1) Il a été considéré que toute somme injectée par la collectivité publique chaque année dans le FRR donnerait lieu au même moment à l'émission de plusieurs obligations zéro-coupons OAT de l'Etat français pour financer cette dotation.

2) Cette série d'emprunts zéros-coupons est structurée de telle manière que l'Etat rembourse chaque année (de 2020 à 2040) le même montant de capital et d'intérêts à l'ensemble de ses créanciers. L'Etat attend en contrepartie que le FRR verse une contribution financière nominale constante chaque année de 2020 à 2040. Le but est d'obtenir une contribution annuelle de 2020 à 2040 supérieure à la dette annuelle que l'Etat devra rembourser. Cette stratégie minimise le risque financier pour l'Etat en lui procurant un flux financier annuel net positif et constant de 2020 à 2040.

3) A ces projections d'emprunts annuels (ou symétriquement de dotations) il faut associer des taux de financement afin d'obtenir un coût moyen sur le long terme. Dans notre scénario économique, les taux longs de l'Etat français évoluent assez rapidement d'un niveau actuel d'environ 4,0 % à un niveau cible de 4,5 %. Cela conduit à un coût moyen de financement de 4,4 % sur toute la période.

Cette mécanique est expliquée dans les graphiques ci-dessous :



Ce taux de 4,4 % est assez peu dépendant des niveaux futurs d'abondements.

Ce taux évoluera-t-il fortement ? Si oui, quel en sera l'impact sur la structure optimale de l'allocation stratégique ?

Même si nous révisions sensiblement à la hausse ou à la baisse ce taux de 4,4 % dans notre scénario macro-économique de long terme, nous répercuterions cette évolution du côté des investissements dans le rendement espéré des obligations et dans celui des actions (à prime de risque inchangée). Le poids de ces deux classes d'actif dans le portefeuille du FRR étant important, l'écart entre le rendement espéré du portefeuille et la cible minimale de rendement serait alors assez stable. Or, cet écart détermine en grande partie la structure optimale de l'allocation stratégique.