

Evolution récente des fonds de réserve pour les retraites : comparaisons internationales



par Laurent VERNIERE

Questions Retraite en direct sur votre e-mail

Si vous souhaitez recevoir automatiquement chaque mois la version pdf de *Questions Retraite*, il vous suffit de vous abonner gratuitement sur le site

www.cdc.retraites.fr

à la rubrique *Questions Retraite*. Vous pouvez également, à partir du site, télécharger tous les *Questions Retraite* parus à ce jour.

Aussi sur www.cdc.retraites.fr :

► études et informations sur la retraite et l'indemnisation des risques professionnels pour les employeurs, les affiliés et les retraités de la CNRACL, de l'Ircantec et de Fonpel,

► simulateurs de calcul de pensions,

► observatoire des débats parlementaires, recueil hebdomadaire des textes et analyses, observatoire des fonds de pension, revue de presse et analyse bimensuelle, monographie des régimes de retraite publique en Europe, comparaison des dispositifs, risques professionnels.

1. Une description rapide des fonds de réserve pour les retraites 4

2. Le poids des réserves pour les retraites 10

3. La composition du portefeuille des fonds de réserve 12

4. Le poids des revenus financiers dans les comptes des régimes 13

5. L'évolution des taux de rendement financier des fonds de réserve pour les retraites 14

6. Bilan statistique des fonds de réserve 2000 - 2004 17



Publication du Service des études de la Direction des Retraites de la Caisse des Dépôts — 67, rue de Lille — 75007 Paris

Directeur de la publication : Jérôme Gallot — réalisation : direction de la Communication

Contact : Laurent Vernière, tél. : 01 58 50 99 62 — courriel : laurent.vernieres@caissedesdepots.fr

Les vues exprimées dans cette publication ne reflètent pas nécessairement celles de la Caisse des dépôts et consignations.

Evolutions récentes des fonds de réserve pour les retraites : comparaisons internationales



Depuis le début des années 2000¹, les différents types de fonds de réserve pour les retraites des pays de la zone OCDE ont continué d'accumuler des réserves en fonction des pratiques nationales en matière d'abondement. Leur activité de gestion financière des portefeuilles a pris de l'ampleur et s'est de plus en plus professionnalisée et diversifiée. Dans le cadre des réformes des systèmes de retraite publics, ces réserves sont destinées à préfinancer une fraction des engagements des régimes publics de retraite par répartition qui viendront à échéance après 2015-2020. L'objectif général est de rendre soutenables les finances publiques au cours de la période où le coût lié au vieillissement de la population augmentera fortement. En « lissant » les prélèvements obligatoires, les fonds de réserve sont ainsi conçus, à long terme, comme un instrument d'allocation intertemporelle des ressources budgétaires et, à court terme, comme un instrument de discipline budgétaire afin de dégager des marges de manœuvre pour le futur. Cependant, au cours des quatre dernières années, l'environnement économique et financier s'est profondément modifié : le ralentissement de la croissance après 2001 a détérioré

les soldes budgétaires et les marchés financiers ont fortement reculé. Les fonds de réserve ne sont pas restés insensibles à ce contexte macroéconomique et leurs résultats financiers en portent la trace.

On va donc s'intéresser à ces différents aspects en recensant l'activité des fonds de réserve au cours de la période 2000-2004. On estime, par exemple, qu'à la fin 2004, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) avait accumulé en France 19 Md€, soit 1,2 point de PIB. Conformément à son statut, il avait démarré au cours de cette année son activité d'investisseur en attribuant les premiers mandats de gestion du portefeuille. Ces éléments ouvrent deux questions : comment ces montants se comparent avec ceux des fonds étrangers ? Comment l'évolution des rendements financiers a été affectée par la période de turbulence des marchés financiers pour ceux des fonds ayant démarré plus tôt la diversification de leurs placements financiers ?

Avant de retracer ce bilan statistique, on va rappeler succinctement les caractéristiques extrêmement variées des différents fonds de réserve pour les retraites. Ce terme générique est, en général, utilisé avec deux interprétations :

- d'une part, il désigne la fonction de couverture partielle des engagements des régimes publics de retraite par répartition par des provisions investies dans des actifs financiers. Sous cet angle, sont principalement analy-

¹ Cf. *Questions Retraite* n°2002-53 « Panorama des fonds de réserve pour les retraites à l'étranger », Laurent Vernière, octobre 2002.

sées les modalités d'abondement et d'utilisation des fonds qui alimentent la réserve ;

- d'autre part, il représente l'organisme, quand il existe, chargé de la gestion financière des réserves. C'est par la loi qu'est organisée cette nouvelle fonction d'investisseur institutionnel public qui précise le rôle des instances de fonctionnement et de pilotage et leurs domaines de responsabilité. Ce choix est motivé en raison des caractéristiques qui différencient les fonds de réserve des autres institutions financières :

- les abondements sont constitués de ressources publiques et collectives qui seront utilisées au bénéfice de l'ensemble des futurs retraités ;

- la gestion financière doit être optimisée, sous une contrainte de risque, pour maximiser les rendements financiers en considérant des horizons d'investissement *a priori* longs ;

- à l'échelle de la taille des marchés financiers nationaux, les masses financières investies sont très importantes et impliquent, en conséquence, des responsabilités de gouvernance, de contrôle et de diversification des risques ;

- les réserves devant être utilisées dans le futur pour financer les pensions, l'allocation du portefeuille entre les différentes classes d'actifs n'est pas indépendante de la date et du montant des décaissements, et donc, des évolutions des systèmes publics de retraite.

Jusqu'au milieu des années 1990, seuls quelques pays (Etats-Unis, Japon, Canada,

Suède et Finlande) avaient accumulé des réserves au sein de leurs régimes par répartition, essentiellement par surcotisation, avec une gestion financière interne et passive. Les dernières années ont vu le mouvement s'accélérer. En premier lieu, de nombreux pays, essentiellement européens (Irlande, France, Belgique, Espagne, Portugal, Pays-Bas et Nouvelle-Zélande) ont mis en place des processus d'accumulation de réserves avec l'objectif de provisionner une partie des charges de retraite futures en mobilisant différentes sources d'abondement (transferts budgétaires, excédents des régimes de Sécurité sociale, affectation de diverses ressources fiscales...). En deuxième lieu, la fonction d'investisseur institutionnel a été généralisée avec la création d'organismes chargés de la gestion financière des réserves, seuls les Etats-Unis et les Pays-Bas restant à l'écart de ce mouvement.

Compte tenu de la diversité des expériences nationales et de leur histoire récente pour le plus grand nombre, il est difficile de trouver des critères simples pour classer des fonds de réserve en catégories homogènes. Comme toute tentative de classement comporterait une part d'arbitraire, on va plutôt essayer, dans une première partie, de rappeler les principales caractéristiques de ces fonds en s'intéressant à deux aspects : l'origine des abondements et leur utilisation, l'organisation de la gestion financière des réserves. Dans une deuxième partie, après avoir rappelé le montant des réserves accumulées au cours des quatre dernières années, on examinera comment les rendements financiers ont été affectés par le retournement des marchés pour les fonds de réserve ayant un portefeuille diversifié.

Accessoirement, on évaluera le poids des produits financiers dans le financement des pensions dans les pays où les fonds de réserve sont importants. La troisième partie sera consacrée à un bilan statistique présentant pour chaque pays les principaux indicateurs budgétaires et l'évolution des fonds de réserve (abondement, produits financiers et fonds en fin d'année). Un coup de projecteur particulier est donné au fonds de réserve du Japon dont la réforme est entrée en vigueur en 2001. Son portefeuille en fera sans doute le plus gros investisseur institutionnel mondial.

Cet état des lieux est réalisé à partir de l'exploitation des documents budgétaires, des rapports annuels d'activité des fonds de réserve et de diverses sources fournissant des éléments d'information sur les réserves accumulées. Les informations sont le plus souvent disponibles dans les langues nationales et ne sont pas encore enregistrées dans des cadres normalisés. Par ailleurs, en raison des nombreuses réformes accompagnant la création des fonds de réserve, des phases de transition ont été mises en place durant lesquelles l'environnement institutionnel n'est pas totalement stabilisé. C'est pourquoi ce recensement implique de faire de nombreux recoupements pour comparer les sources statistiques, budgétaires, financières ou comptables.

1. Une description rapide des fonds de réserve pour les retraites

a) Des provisions techniques en Finlande

La Finlande se distingue des autres pays

parce que le terme de fonds de réserve apparaît inapproprié dans son sens courant. En effet, la principale caractéristique de ce pays est d'avoir, dès l'origine, choisi pour les régimes contributifs professionnels du deuxième étage du secteur privé la technique de la répartition provisionnée : un tiers des engagements nés des droits acquis entre 23 et 54 ans sont provisionnés pour le risque vieillesse, cette proportion étant de 80 % pour les engagements liés aux risques invalidité et chômage de longue durée durant la vie active. Les « réserves » sont donc constituées des provisions techniques dont le mode de calcul est déterminé par la loi. Les régimes professionnels du secteur public accumulent également des réserves (depuis 1988 pour les salariés des collectivités locales et 1990 pour le régime des fonctionnaires de l'Etat) sans que cela corresponde à une obligation de provisionnement : ces régimes ont souhaité préparer les conséquences du vieillissement de leurs populations en disposant d'un capital leur permettant de lisser les prélèvements futurs.

Pour les régimes du secteur privé, le taux de cotisation est déterminé chaque année en calculant différentes composantes, celles nécessaires au financement en répartition pure d'une partie des droits servis aux retraités et celles relatives au provisionnement d'une fraction des droits acquis par les cotisants. Le tableau suivant fournit la décomposition du taux moyen de cotisation pour le régime TEL des salariés du secteur privé pour les années 2001- 2004.

Finlande : décomposition du taux moyen de cotisation du régime TEL de 2001 à 2004

Composantes du taux de cotisation	2001	2002	2003	2004
Répartition pure des risques vieillesse, survie, invalidité et chômage de longue durée	15,0 %	15,1 %	15,3 %	15,5 %
Provisionnement du risque vieillesse	2,8 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Provisionnement du risque invalidité	1,8 %	1,6 %	1,4 %	1,3 %
Provisionnement du risque chômage de longue durée	1,2 %	1,1 %	0,9 %	0,8 %
Coût de la gestion administrative	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %
Restitution de bonus	- 0,8 %	- 0,6 %	- 0,2 %	- 0,2 %
Taux moyen de cotisation	21,0 %	21,1 %	21,4 %	21,4 %
• Employeur	16,5 %	16,7 %	16,8 %	16,8 %
• Salarié	4,5 %	4,4 %	4,6 %	4,6 %

Source : ETK

Ce taux moyen de cotisation est ensuite fixé par sexe et âge des cotisants et par taille d'entreprises parce que la tarification des risques invalidité et chômage de longue durée dépend étroitement de ces paramètres. Au total, on constate qu'en 2004, les provisions techniques ont été alimentées par l'équivalent de 5 points de cotisation pour les trois risques considérés.

La deuxième originalité se rapporte à l'organisation de la gestion administrative et financière des régimes de retraite qui est confiée à plusieurs types d'opérateurs (compagnies d'assurance, fonds de pension sectoriels ou d'entreprise, fondations) qui se font concurrence. Ces opérateurs interviennent dans la gestion financière des provisions techniques et leurs performances se répercutent, non pas sur le montant des pensions, mais sur le taux de cotisation. Quand les contraintes de marge de solvabilité sont remplies, les surplus financiers peuvent être restitués sous la forme d'une diminution des taux de cotisation (cf. dans le tableau pré-

cedent la rubrique restitution de bonus). Les différents opérateurs de la retraite sont donc autant d'investisseurs institutionnels qui ont dû développer un savoir-faire en matière de gestion financière quand la Finlande a pris l'option, au milieu des années 1990, de diversifier les placements des provisions pour en accroître les rendements financiers.

b) Les Etats-Unis, le Japon, le Canada et la Suède

Ces quatre pays sont intéressants à examiner parce qu'ils ont en commun de disposer de réserves abondantes pour préfinancer partiellement leurs engagements de retraite. Cette abondance vient de ce que, depuis la réforme de 1983 pour les Etats-Unis et depuis l'origine pour les trois autres pays, leurs régimes de retraite publics par répartition ont accumulé des réserves par surcotisation par rapport au taux de cotisation nécessaire pour un finance-

ment en stricte répartition pure. Ce préfinancement partiel des engagements pouvait être considéré comme la constitution d'un fonds de lissage, mais aucune date n'était, *a priori*, fixée pour l'épuisement de ce fonds.

Ces pays ont anticipé le coût lié au vieillissement de la population et lors de la montée en charge de leur système de retraite, ils ont pu dégager des excédents. D'autres considérations ont également joué dans ce processus, en particulier le souhait des pouvoirs publics de disposer d'une épargne publique longue disponible pour le financement de l'économie au moment où les besoins liés à la reconstruction étaient importants.

Jusqu'à la fin des années 1990, l'expérience de ces pays était similaire en ce sens qu'ils disposaient de réserves pour le financement des retraites par répartition dont le placement était principalement cantonné à l'achat d'obligations publiques, au financement d'infrastructures ou à des prêts à taux préférentiels aux entreprises. L'absence de gestion financière active et diversifiée était une caractéristique commune et la pré-affectation des excédents, la norme. Cependant, la prise de conscience de l'impact du vieillissement de la population sur le coût des retraites, mais également la diminution des besoins de financement public et la diversification des sources de financement ont rompu cette homogénéité quand trois de ces pays, Japon, Suède et Canada, ont décidé, dans le cadre de la réforme de leur système de retraite, de confier, à des degrés divers, la gestion des réserves à des organismes spécialisés avec le mandat de diversifier les placements et d'optimiser les rendements :

- la Suède a réaménagé la gestion financière des réserves en créant quatre nouveaux organismes indépendants (« AP-Fonden » 1 à 4) reprenant les activités des anciens fonds de gestion des réserves : dotés initialement d'un montant identique de réserves, ils sont mis en concurrence pour améliorer leurs performances au bénéfice des futurs retraités. Ces nouveaux investisseurs institutionnels ont démarré leur activité en 2001 et ont choisi, indépendamment les uns des autres, leur stratégie d'allocation du portefeuille ;
- le Canada a emprunté la même voie en créant en 1999 « l'Office d'investissement du régime des pensions du Canada » (OIRPC), organisme à qui est transféré progressivement le portefeuille d'obligations publiques spéciales, émises par les provinces canadiennes, détenu auparavant par le fonds de placement du RPC. Ce transfert doit être achevé en 2006 et les placements de l'OIRPC sont progressivement diversifiés, conformément au mandat confié à cet organisme. Par rapport à la Suède, le Canada a choisi de mettre en place une phase de transition au cours de laquelle la part des obligations spéciales se réduit ;
- le Japon est, dans une moindre mesure, dans ce cas de figure puisque la gestion financière des importantes réserves des régimes des deux premiers étages du système de retraite est progressivement confiée au « Government Pension Investment Fund » (GPIF). Les réserves étaient auparavant utilisées pour financer les investissements publics décidés dans le cadre du « Fiscal Investment and Loan Program » (FILP) dont les orientations étaient fixées par les lois de

finances. La réorganisation du FILP en 2001 a été l'occasion de modifier la gestion financière des réserves en créant un organisme chargé exclusivement de la fonction d'investisseur institutionnel. Le portefeuille du GPIF ne représente actuellement qu'environ 38 % des réserves accumulées et c'est à l'horizon 2008/2009 que cet organisme aura la gestion de la totalité des réserves.

Seuls les Etats-Unis ont laissé inchangé le placement des réserves déposées dans le « Trust Fund » qui sont exclusivement investies en obligations spéciales émises par la Trésor. De fait, la situation des finances publiques est largement dépendante des excédents dégagés par le régime de retraite OASDI.

Comme on l'a indiqué, le poids des réserves est important dans ces pays, ce qui fait potentiellement des organismes dédiés à leur gestion financière des investisseurs institutionnels puissants. La volonté de diversifier les portefeuilles en vue d'en accroître le rendement est la marque de ces réformes qui ont entrepris de changer l'organisation et la régulation de la gestion de l'actif des régimes de retraite pour l'aligner sur des standards internationaux adaptés à la réalité des marchés financiers. Toutefois, cette démarche n'est pas sans risques à court terme quand ces marchés financiers se retournent.

c) Les Pays-Bas, l'Espagne, le Portugal, la France et la Belgique

Par rapport au groupe précédent, l'histoire des fonds de réserve de ces cinq pays est récente : ils ont été créés à la fin des années

1990 et au début des années 2000 et ils se caractérisent par l'objectif explicite d'accumuler des réserves pour financer les retraites futures en affectant des sources d'abondement disparates, le plus souvent d'origine budgétaire : produit des privatisations, vente des licences UMTS, excédents des régimes de Sécurité sociale, transferts budgétaires, ressources fiscales... Ils s'inscrivent dans un mouvement de discipline des finances publiques visant à épargner soit des ressources budgétaires exceptionnelles, soit des excédents budgétaires conjoncturels en vue d'alléger la charge de financement des pensions des générations futures. Bien que des objectifs d'accumulation et de date d'utilisation des réserves aient été généralement programmés, la nature des ressources affectées rend incertaine leur réalisation, mais ils ont permis d'inscrire au niveau des lois de finances des préoccupations de long terme concernant le financement des retraites. Ainsi par exemple, l'abondement des fonds des Pays-Bas et de la Belgique est lié à la réalisation d'objectifs relatifs au solde du budget et au montant de la dette publique.

En raison du lien entre leurs ressources et les finances publiques, ces fonds de réserve ont la nature de fonds de lissage puisqu'ils ont vocation à être totalement utilisés. Ils jouent en conséquence un rôle d'allocation budgétaire intertemporelle.

Alors qu'aux Pays-Bas, le fonds « AOW Spaarfonds » est géré au sein du ministère des Finances, les autres pays ont créé des organismes indépendants chargés de la gestion financière, mais seul le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) en France est organisé comme

investisseur institutionnel où les mandats de gestion sont alloués après appel d'offres. Le « fonds de vieillissement » en Belgique est placé en obligations spéciales émises par l'Etat. Le « Fondo de reserva de la Seguridad Social » en Espagne est investi en obligations et titres de taux. Le « Fondo de Estabilização Financeira da Segurança Social » (FEFSS) au Portugal a une gestion financière diversifiée, mais son portefeuille comporte une part prépondérante d'obligations.

d) L'Irlande, la Nouvelle-Zélande et la Norvège

La Norvège est un cas à part puisque le « National Government Petroleum Fund » (NGPF) est alimenté par l'exploitation d'une ressource naturelle épuisable, le pétrole, avec des abondements dont les montants sont étroitement liés au prix de cette ressource. Les aspects d'équité intergénérationnelle sont la marque principale de ce type de fonds puisqu'il s'agit de faire « profiter » les générations futures du produit actuel de l'exploitation d'une ressource naturelle. L'intérêt de ce fonds concerne principalement les choix faits en matière de gestion financière d'un portefeuille exclusivement investi en actifs étrangers, soumis en conséquence aux risques de marché et aux risques de change.

L'Irlande et la Nouvelle-Zélande sont, par contre, des exemples de création de fonds de réserve où, simultanément, les deux aspects concernant les modalités d'abondement et les règles de gestion financière ont été précisément définis par la loi. En Irlande, le « National Pensions Reserve Fund » (NPRF) reçoit chaque

année un transfert budgétaire équivalent à 1 % du produit national brut et la gestion financière est similaire à celle du FRR français. En Nouvelle-Zélande, le taux de contribution du budget de l'Etat au « New Zealand Superannuation Fund » (NZSF), exprimé en pourcentage du PIB, est fixé chaque année de sorte que, maintenu constant, il couvre le coût des pensions des 40 années à venir : le NZSF apparaît ainsi comme un fonds perpétuel de lissage qui accumulera d'importantes réserves en raison de la forte augmentation prévue des pensions versées au cours des 30 prochaines années. La gestion financière a été confiée à un organisme autonome chargé, comme en Irlande, d'attribuer des mandats de gestion du portefeuille.

Le tableau suivant récapitule les caractéristiques générales des différents fonds de réserve. Deux groupes de pays peuvent être distingués :

- d'une part, ceux ayant accumulé d'importantes réserves dans leurs régimes de retraite, soit en raison des règles de provisionnement (Finlande), soit en raison d'excédents permanents équivalents à de la surcotisation (Japon, Suède, Canada, Etats-Unis) ;
- d'autre part, ceux qui, dans le cadre de leur politique des finances publiques, ont choisi récemment d'épargner des ressources budgétaires diverses pour préfinancer partiellement les futures pensions, la Norvège étant un cas particulier en raison de l'origine de ses excédents.

On remarque que seuls les Pays-Bas et les Etats-Unis n'ont pas encore confié la gestion financière de leurs réserves à un organisme

externe chargé du placement des actifs. Parmi les autres pays, la Belgique et l'Espagne ont un portefeuille exclusivement composé de titres publics de taux. Les organismes de gestion entendus comme investisseurs institutionnels avec un portefeuille diversifié occupent à présent une place prépondérante : les

fonds de réserve créés récemment ont choisi ce mode de gestion (France, Irlande, Nouvelle Zélande) et, parmi les pays ayant d'abondantes réserves au sein de leurs régimes de retraite, la Suède, le Japon et le Canada ont également franchi le pas dans le cadre de la réforme de leurs systèmes de retraite.

Caractéristiques des fonds de réserve pour les retraites

	Origine des réserves		Organisme gestionnaire	Composition du portefeuille
Finlande	Provisions techniques des régimes contributifs du deuxième étage	Règles de calcul fixées par la loi	Opérateurs gestionnaires de la retraite	Diversifiée
Etats-Unis	Excédents des régimes de retraite (= Surcotisation)		Trésor public via le Trust Fund	Obligations publiques spéciales
Japon	Excédents des régimes de retraite (= Surcotisation)		GPIF pour partie	Progressivement diversifiée
Canada	Excédents des régimes de retraite (= Surcotisation)		OIRPC pour partie	Progressivement diversifiée
Suède	Excédents des régimes de retraite (= Surcotisation)		AP-Fondsen	Diversifiée
Pays-Bas	Transferts budgétaires	Fixés par la loi de finances annuelle	Trésor public	Obligations publiques
Espagne	Transferts budgétaires	Excédents des régimes de la Sécurité sociale	Fondo de Reserva	Obligations publiques
Portugal	Surcotisation	Deux points de cotisation retraite	FEFSS	Faiblement diversifiée
France	Transferts budgétaires et recettes fiscales affectées	Variables	FRR	Diversifiée
Belgique	Transferts budgétaires	Variables	Fonds de vieillissement	Obligations publiques spéciales
Irlande	Transferts budgétaires	Un point du produit national brut	NPRF	Diversifiée
Nouvelle Zélande	Transferts budgétaires	Fixés par la loi de finances : lissage sur 40 années	NZSF	Diversifiée
Norvège	Transferts budgétaires des recettes pétrolières nettes	Dépendent du marché pétrolier	NGPF	Diversifiée

Les transferts budgétaires comptabilisent tous les transferts provenant du secteur des Administrations publiques (excédents des Administrations de Sécurité sociale, recettes fiscales, transferts exceptionnels, ressources diverses transitant par le budget de l'Etat).

2. Le poids des réserves pour les retraites

Comme le montre le tableau récapitulatif suivant, il n'est pas surprenant de constater que les pays provisionnant en partie leurs engagements de retraite ou ayant surcotisé régulièrement depuis longtemps, ont accumulé, exprimées en points de PIB, d'importantes réserves pour les retraites. La Finlande, le Japon, la Suède et les Etats-Unis se déta-

chent, suivis par le Canada et la Norvège en raison des surplus budgétaires liés à la bonne conjoncture récente du marché pétrolier. Les autres pays n'ont créé que récemment leurs fonds de réserve, mais certains d'entre eux, Pays-Bas, Irlande et Belgique, ont déjà accompli un effort significatif. La France se situe en queue de ce peloton : le montant des réserves accumulées est certes au même niveau que celui de l'Espagne ou des Pays-Bas, mais, en points de PIB, elle se situe au dernier rang de ce classement virtuel.

Montant des réserves en fin d'année civile ou fiscale et valeur de marché des portefeuilles

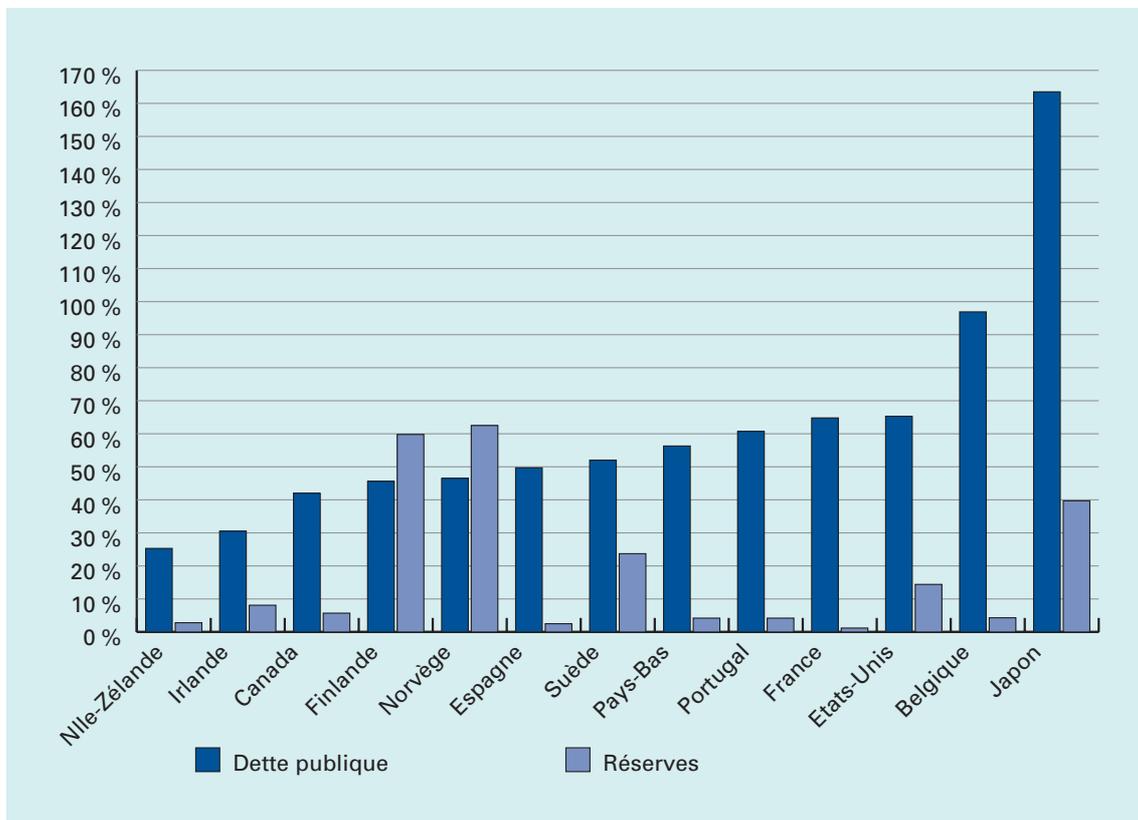
Année civile ou fiscale		2000	2001	2002	2003	2004
Finlande	Md€	68,9	73,6	75,7	84,4	91,9
	% PIB	53,0 %	54,3 %	54,1 %	59,2 %	62,5 %
Etats-Unis	Md\$	1 049,4	1 212,5	1 378,0	1 530,6	1 686,8
	% PIB	10,7 %	12,0 %	13,1 %	13,9 %	14,4 %
Japon	MdYen	192 660,5	196 470,6	197 342,4	198 313,1	198 770,0
	% PIB	37,9 %	38,3 %	39,4 %	39,9 %	39,7 %
Canada	Md\$	44,5	49,2	53,6	55,6	70,5
	% PIB	4,1 %	4,4 %	4,6 %	4,6 %	5,7 %
Suède	MdKrS	733,9	565,2	487,5	577,0	646,2
	% PIB	33,4 %	24,9 %	20,7 %	23,7 %	25,4 %
Pays-Bas	Md€	7,0	9,7	12,7	15,9	19,3
	% PIB	1,8 %	2,3 %	2,9 %	3,5 %	4,2 %
Espagne	Md€	0,6	2,4	6,2	12,0	19,3
	% PIB	0,1 %	0,4 %	0,9 %	1,6 %	2,5 %
Portugal	Md€	3,1	3,8	4,7	5,4	
	% PIB	2,7 %	3,1 %	3,7 %	4,2 %	
France	Md€				16,4	19,0
	% PIB				1,1 %	1,2 %
Belgique	Md€		0,6	1,1	4,2	11,9
	% PIB		0,2 %	0,4 %	1,5 %	4,3 %
Irlande	Md€		7,7	7,4	9,5	11,7
	% PIB		6,7 %	5,9 %	7,1 %	8,1 %
Nouvelle-Zélande	MdNZ\$			0,615	1,884	3,956
	% PIB			0,5 %	1,5 %	2,8 %
Norvège	MdKrN	386,4	613,7	609,0	854,3	1 016,4
	% PIB	26,3 %	40,2 %	40,1 %	54,7 %	60,3 %

Données en monnaies nationales.

On n’observe pas encore de lien étroit entre le montant de la dette publique et celui des réserves pour évaluer la soutenabilité à long terme des finances publiques. La Nouvelle-Zélande est engagée dans une politique volontariste de réduction de la dette publique qui ne doit pas dépasser 30 % du PIB et son effort de préfinancement des retraites est élevé afin de lisser la charge du financement du coût du vieillissement de la population. L’Irlande poursuit également un tel processus et comme ce pays a choisi d’épargner annuellement un point de PNB, il accumule rapidement d’importantes réserves. On remarque que la Finlande et la Norvège ont, à présent, des réserves pour les retraites supérieures à leur dette publique,

laquelle est inférieure à 50 % du PIB, ce qui les met, *a priori*, dans une position budgétaire confortable. La Suède est également bien placée avec la maîtrise de ces finances publiques et la disponibilité de réserves abondantes. Les Etats-Unis et le Japon forment un ensemble où la dette publique est élevée, mais avec des réserves pour les retraites fournissant une certaine marge de manœuvre. Hormis l’Espagne et les Pays-Bas, les autres pays (France, Portugal, Belgique) se distinguent par un endettement public élevé et de faibles réserves pour les retraites, situation qui peut s’expliquer par le fait que les règles d’abondement des réserves dépendent étroitement de la situation conjoncturelle des finances publiques.

Dettes publiques et réserves pour les retraites, en % du PIB en 2004



Les pays ont été classés par niveau croissant de leur dette publique en % du PIB.

Cette photographie est évidemment partielle car elle ne prend pas en compte l'ampleur des besoins de financement des régimes de retraite pour les trois prochaines décennies ni la part des engagements de retraite couverte par les réserves. On sait par exemple qu'au Canada, en Suède, en Norvège et aux Pays-Bas, le coût du financement des retraites ne devrait pas entraîner d'augmentation des taux de prélèvement dans le futur. Les Etats-Unis se trouvent normalement dans une situation intermédiaire, alors que les autres pays devront, malgré les réformes des retraites accomplies, faire face à des augmentations de taux de cotisation ou à des transferts budgétaires accrus.

3. La composition du portefeuille des fonds de réserve

Comme on l'a déjà noté, une tendance générale dans la plupart des pays a été d'adopter une gestion financière du portefeuille diversifiée et active, dans le but d'augmenter tendanciellement les rendements financiers des placements, mais aussi pour éviter que les réserves soient utilisées pour financer les déficits publics. Les fonds de réserve sont ainsi devenus des investisseurs institutionnels de plus en plus puissants, au moins en termes de taille du portefeuille. Une caractéristique commune de ces organismes est que leur stratégie d'investissement doit prendre en compte deux facteurs :

- d'une part, le rythme des abondements qui grossissent les réserves n'est pas régulier ni parfaitement prévisible parce qu'il dépend, dans la plupart des pays, de la situation des finances publiques ;
- d'autre part, le montant des décaissements après 2015-2020 n'est pas nécessairement fixé avec précision. Le passif que doivent théoriquement financer les réserves n'est donc que très partiellement connu, alors que l'évolution du montant de l'actif est largement indéterminée.

Cette situation est susceptible d'affecter le choix de l'allocation du portefeuille entre les différentes catégories d'actifs, compte tenu de l'échéancier du passif à financer. Néanmoins, malgré ces incertitudes, comme le montrent les expériences de la Suède, du Japon et du Canada, le passage d'une gestion financière passive et exclusivement obligataire à une gestion financière indépendante, active et diversifiée, est devenu un principe que seuls les Etats-Unis et les Pays-Bas n'ont pas suivis.

Les pouvoirs publics ont également dû tenir compte d'un facteur supplémentaire lié au poids des réserves accumulées comparé à la taille des marchés financiers nationaux. Une bonne diversification des risques impliquait d'investir sur les marchés financiers internationaux, ce qui induisait de mettre en place des organismes capables de conduire de tels mandats.

La composition du portefeuille des fonds de réserve selon les classes d'actifs

	Composition du portefeuille			Part des actifs étrangers dans le portefeuille
	Actions	Obligations et titres de taux	Autres	
Finlande (2004)	31,5 %	52,9 %	15,6 %	65,6 %
Etats-Unis (2004)		100,0 %		0 %
Japon GPIF (2004)	25,5 %	74,5 %	–	14,0 %
Canada OIRPC (2004)	97,0 %	1,0 %	2,0 %	27,5 %
Canada RPC (2004)	45,2 %	43,2 %	11,6 %	12,8 %
Suède (2004)	59,1 %	37,6 %	3,3 %	59,0 %
Pays-Bas (2004)		100,0 %		0 %
Espagne (2004)		100,0 %		4,5 %
Portugal FEFSS (2003)	9,4 %	86,1 %	4,5 %	0 %
Belgique (2004)		100,0 %		0 %
Irlande NPRF (2004)	76,0 %	12,7 %	11,3 %	100,0 %
Nouvelle Zélande NZSF (2004)	67,4 %	24,0 %	8,6 %	76,9 %
Norvège NGPF (2004)	41,0 %	59,0 %	–	100,0 %

C'est donc en raison de la nature des réserves pour les retraites et de l'horizon de leur utilisation que les fonds de réserve ont été transformés en investisseurs à long terme avec un portefeuille comprenant alors une part significative d'actions. Ce changement s'est évidemment accompagné de la mise en place d'instances de contrôle et de gouvernance dont les champs de responsabilité ont été définis par la loi.

4. Le poids des revenus financiers dans les comptes des régimes

Dans les régimes ayant accumulé d'abondantes réserves, les revenus financiers (intérêts et dividendes) tendent à occuper, à côté des salariés et des employeurs, la place d'un « troisième financeur » : ils

financent une part des pensions courantes ou, alternativement, ils sont « capitalisés » dans les réserves. Un taux de rendement des réserves plus élevé que le taux de croissance de l'assiette des cotisations est bénéfique pour le régime parce qu'il permet d'accroître les réserves à taux de cotisation inchangé.

et Suède), les revenus financiers représentent en moyenne de 10 % à 20 % des pensions versées. On observe cependant qu'au Canada, et dans une moindre mesure au Japon, la variabilité des rendements financiers liés au retournement des marchés financiers en 2002-2003 a affecté les revenus financiers des régimes.

Dans les régimes de retraite des quatre pays examinés (Etats-Unis, Japon, Canada

Revenus financiers des régimes (en % des pensions versées)

Année civile ou fiscale	Etats-Unis OASDI	Japon Régime EPI	Canada RPC	Suède
	%	%	%	%
2000	14,4 %	25,2 %	19,0 %	
2001	15,8 %	22,5 %	12,8 %	13,1 %
2002	16,9 %	19,7 %	1,0 %	11,8 %
2003	17,7 %	15,3 %	33,0 %	12,3 %
2004	18,0 %		19,0 %	11,7 %

Japon : année fiscale s'achevant le 31 mars de l'année indiquée. Pour les autres pays, il s'agit de l'année civile. Les produits financiers sont ceux enregistrés dans les comptes des régimes. Les résultats sont provisoires pour 2004.

5. L'évolution des taux de rendement financier des fonds de réserve pour les retraites

La diversification du portefeuille et l'investissement en actions accroissent les risques de pertes lorsque les marchés financiers chu-

tent. C'est la situation qu'ont expérimentée les fonds de réserve en tant qu'investisseurs institutionnels au cours des années 2001 à 2003. Le tableau suivant récapitule les taux de rendement financier des placements quand sont comptabilisées les pertes de capital et les pertes de changes, telles qu'elles ont été publiées par ces organismes.

Évolution des taux de rendement financier (en %)

Année civile ou fiscale		2000	2001	2002	2003	2004
Etats-Unis (OASDI Trust Fund)	nominal	6,9 %	6,6 %	6,4 %	6,0 %	5,7 %
	réel	3,5 %	3,8 %	4,8 %	3,7 %	4,3 %
Japon (GPIF)	nominal		- 9,02 %	- 2,48 %	- 8,63 %	13,01 %
Canada (RPC)	nominal	3,2 %	7,0 %	5,7 %	- 1,5 %	17,6 %
Suède	nominal	3,8 %	- 4,4 %	- 15,0 %	16,4 %	10,9 %
	réel	2,4 %	- 7,1 %	- 16,9 %	14,8 %	10,5 %
Pays-Bas	nominal	5,9 %	5,7 %	5,5 %	5,4 %	5,1 %
Irlande (NPRF)	nominal		3,24 %	- 16,1 %	12,8 %	9,2 %
Nouvelle-Zélande (NZSF)	nominal					7,69 %
Norvège (NGPF)	nominal	2,50 %	- 2,47 %	- 4,74 %	12,59 %	8,94 %
	réel	0,36	- 3,68 %	- 6,60 %	10,98 %	6,24 %

Norvège : le taux de rendement du NGPF est calculé dans le panier de devises du portefeuille.

Les Etats-Unis et les Pays-Bas ont enregistré des rendements stables parce que leurs réserves sont exclusivement investies en obligations publiques détenues jusqu'à l'échéance, sans risque de perte en capital. Au Canada, les mauvaises performances de l'OIRPC ont été en partie compensées par les rendements du portefeuille d'obligations spéciales géré par le fonds de placement du RPC. A l'opposé, les fonds de réserve des autres pays ont traversé les turbulences des marchés financiers en affichant des rendements négatifs en 2001 et/ou 2002, partiellement compensés au cours de 2003 et 2004. Ces résultats sont intervenus alors que ces fonds démarraient leur activité

(Suède, Irlande, Japon) dans leur nouvelle configuration d'investisseur institutionnel. Ils ne remettent pas en cause les choix d'allocation des portefeuilles, mais ils montrent qu'à court terme, les moins-values réalisées réduisent la valeur de marché du portefeuille et, en conséquence, amputent le capital investi. Le rebond des marchés financiers à partir de 2003 a permis de rétablir la situation.

Ces aspects peuvent être illustrés au travers les comptes des fonds de réserve du Canada, de la Suède et de la Norvège qui permettent d'isoler dans les revenus financiers les gains et pertes en capital et de change.

• Le NGPF norvégien est un cas particulier parce qu'il est exclusivement investi en actifs étrangers, ce qui le soumet fortement au risque de change quand les résultats financiers sont convertis en monnaie nationale. Entre 2000 et 2004, les pertes cumu-

lées de capital et de change ont atteint 52,7 MdKrN. En 2002, les pertes de capital et de change ont représenté 25 % du montant du portefeuille de début d'année, en partie compensées en 2003 avec des gains s'élevant à 17,4 % du portefeuille.

Norvège : NGPF

Année civile	Abondement du NGPF		Gains ou pertes en capital et de change	NGPF au 31/12
	Transferts budgétaires au NGPF	Produits financiers nets		
	MdKrN	MdKrN	MdKrN	MdKrN
2000	149,8	10,9	2,9	386,4
2001	251,2	17,2	- 41,5	613,7
2002	125,4	22,6	- 153,2	609
2003	103,9	25,8	105,8	845,3
2004	138,2	33,3	- 1,4	1016,4

Les produits financiers sont nets des frais de gestion.

• En Suède, les fonds de réserve 1 à 4 et 6 ont démarré leur activité en 2001 et, à la fin 2003, les pertes en capital cumulées attei-

gnaient près de 69 MdKrS et les pertes de change 16 MdKrS, soit au total près de 15 % du portefeuille initial.

Suède : décomposition des revenus financiers bruts des fonds de réserve

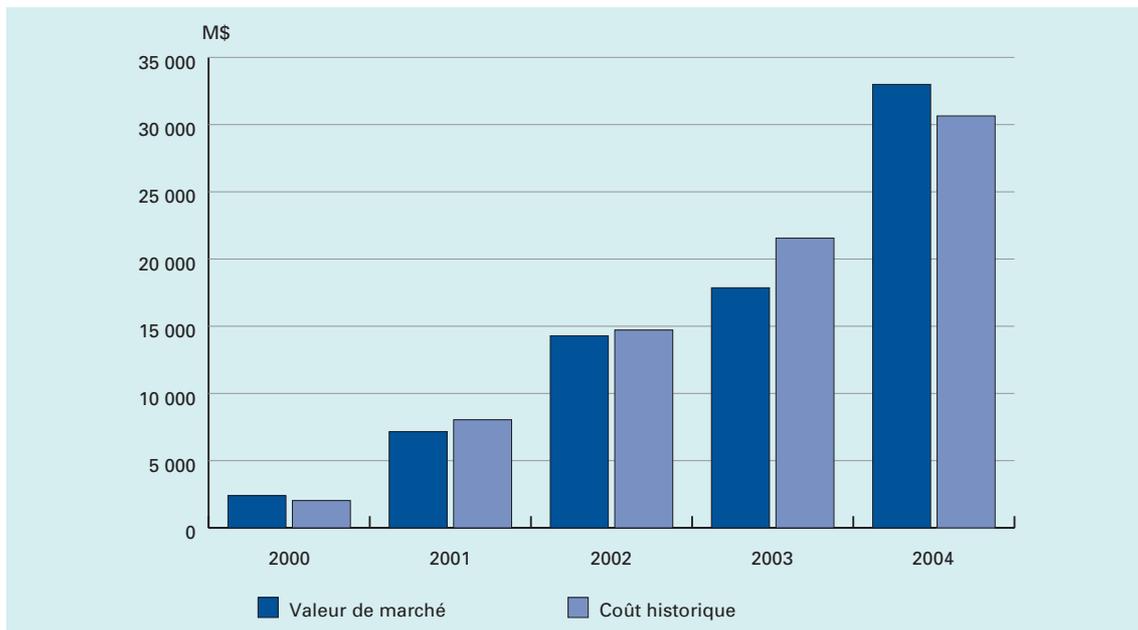
Année civile	Portefeuille au 31/12	Produits financiers	Gains ou pertes		Revenus financiers bruts
			En capital	Gains ou pertes de change	
	MdKrS	MKrS	MKrS	MKrS	MKrS
2001	565,2	18 835	- 45 969	2 099	- 25 035
2002	487,5	17 886	- 96 501	- 5 914	- 84 529
2003	577,0	19 072	73 399	- 10 411	82 060
2004	646,2	19 237	52 834	- 6 909	65 162

Les produits financiers sont nets des frais de gestion.

• Le portefeuille de l'OIRPC au Canada porte également la trace des performances financières négatives. Le graphique suivant présente la valeur de marché et la valeur au coût historique du portefeuille. Durant les

années fiscales 2001 à 2003, les moins-values en capital et de change ont amputé les revenus financiers, et ce n'est qu'à la fin de l'année fiscale 2004 que la situation a pu être rétablie.

Canada : portefeuille de l'OIRPC en valeur de marché et coût historique



6. Bilan statistique des fonds de réserve 2000-2004

Les principales données statistiques relatives aux fonds de réserve sont présentées pour chaque pays pour les années civiles ou fiscales 2000-2004. Selon les caractéristiques nationales des fonds de réserve pour les retraites et quand les données sont disponibles et vérifiables, ce bilan récapitule les éléments statistiques suivants :

- les indicateurs de finances publiques ;
- le montant des réserves en fin d'année, les

abondements annuels et les résultats financiers ;

- le portefeuille géré par le fonds de réserve ;
- la composition du portefeuille par classe d'actifs ;
- les taux de rendement financiers ;
- les sources statistiques.

Un coup de projecteur est donné avec la description détaillée de la réforme introduite au Japon avec la création du GPIF. L'ordre d'apparition des pays est le suivant :

- Finlande : Provisions techniques des régimes professionnels de retraite du deuxième étage,
- Etats-Unis : « OASDI Trust Fund »,
- Japon : « Government Pension Investment Fund » (GPIF),
- Canada : Office d'investissement du régime des pensions du Canada (OIRPC),
- Suède : « AP-Fondsen » 1 à 4 et 6,
- Pays-Bas : « Spaarfonds AOW »,
- Espagne : « Fondo de Reserva de la Seguridad Social »,
- Portugal : Fonds de réserve FEFSS,
- France : Fonds de réserve pour les retraites (FRR),
- Belgique : Fonds de vieillissement,
- Irlande : « National Pension Reserve Fund » (NPRF),
- Nouvelle-Zélande : « New Zeland Superannuation Fund » (NZSF),
- Norvège : « Norwegian Government Petroleum Fund » (NGPF).

Finlande : Provisions techniques des régimes professionnels de retraite du deuxième étage

Le placement et la gestion financière des provisions techniques sont du ressort des diffé-

rents organismes intervenant dans la gestion administrative des retraites.

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Excédent des régimes de retraite	Finances publiques		Pensions	Provisions techniques	
		Solde UEM	Dette publique UEM		Régimes du secteur privé	Régimes du secteur public
	% PIB	% du PIB	% du PIB	% du PIB	Md€	Md€
2000	3,2 %	7,1 %	44,6 %	10,9 %	46,2	16,8
2001	3,5 %	5,2 %	43,8 %	11,0 %	49,5	17,7
2002	3,0 %	4,3 %	42,5 %	11,3 %	51,4	18,0
2003	2,7 %	2,5 %	45,3 %	11,6 %	55,9	20,9
2004	2,6 %	2,1 %	45,1 %	11,6 %		

Source : Ministère des Finances, Eurostat, Kela et ETK. Pensions de vieillesse, survie et invalidité versées par les régimes des premier et deuxième étages.

Evolution du portefeuille selon les régimes

Année civile	Montant du portefeuille en fin d'année				
	Régimes du secteur privé	Régimes du secteur public hors Etat	Régime des fonctionnaires de l'Etat	Total	
	Md€	Md€	Md€	Md€	% PIB
2000	49,9	13,0	3,0	65,9	50,7 %
2001	51,2	13,6	4,4	69,2	51,1 %
2002	52,9	13,2	4,8	70,9	50,7 %
2003	58,1	14,7	5,8	78,6	55,2 %
2004	64,1	17,3	6,5	87,9	59,8 %

Source : TELA, Ministère des Finances, VER. Le portefeuille est évalué en valeur de marché. Chiffres provisoires pour l'année 2004.

Montant du portefeuille en fin d'année

Année civile	Régimes du secteur privé		Régimes du secteur public y.c. Etat	
	% PIB	Années de prestations	% PIB	Années de prestations
2000	38,4 %	7,7	12,3 %	3,8
2001	37,8 %	7,3	13,3 %	4,0
2002	37,8 %	7,0	12,9 %	3,7
2003	40,8 %	7,3	14,4 %	4,0
2004	43,6 %	7,7	16,2 %	4,4

Source : TELA, ETK. Le portefeuille est évalué en valeur de marché.

Composition du portefeuille total en fin d'année

Année civile	Actions	Obligations	Instruments monétaires	Immobilier	Prêts	Total
	%	%	%	%	%	%
1997	12,4 %	42,4 %	11,3 %	7,9 %	26,0 %	100 %
2000	28,4 %	46,9 %	2,6 %	9,2 %	12,9 %	100,0 %
2001	34,6 %	41,1 %	5,0 %	10,6 %	8,8 %	100,0 %
2002	24,2 %	50,8 %	4,7 %	10,1 %	10,2 %	100,0 %
2003	28,9 %	48,8 %	3,9 %	9,6 %	8,8 %	100,0 %
2004	31,5 %	48,0 %	4,9 %	9,1 %	6,5 %	100,0 %

Source : TELA

Sources :

- Finnish Centre for Pensions: www.etk.fi
- Finnish Pension Alliance TELA: www.tela.fi
- Ministère des Finances : www.financeministry.fi/vm/
- Insurance Supervisory Authority: www.vakuutusvalvonta.fi
- Social Insurance Institution of Finland (KELA): www.kela.fi

Etats-Unis : « OASDI Trust Fund »

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Solde du budget fédéral			Dettes publiques totales	Dettes publiques détenues par les agents privés
	« Solde On-Budget »	« Social Security »	Solde total		
	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
2000	0,9 %	11,5 %	2,4 %	58,0 %	35,1 %
2001	- 0,3 %	1,6 %	1,3 %	57,5 %	33,1 %
2002	- 3,1 %	1,5 %	- 1,5 %	59,8 %	34,1 %
2003	- 5,0 %	1,5 %	- 3,5 %	62,4 %	36,1 %
2004	- 5,9 %	1,3 %	- 4,5 %	65,3 %	38,6 %

Source : OMB. L'année fiscale s'achève le 30 septembre de l'année indiquée.

Montant des réserves de l'« OASDI Trust Fund »

Année civile	Prestations	Réserves de l'« OASDI Trust Fund » au 31/12		
	% PIB	Md\$	% PIB	Années de prestations
2000	4,2 %	1 049,4	10,7 %	2,6
2001	4,3 %	1 212,5	12,0 %	2,8
2002	4,3 %	1 378,0	13,1 %	3,0
2003	4,3 %	1 530,6	13,9 %	3,3
2004	4,2 %	1 686,8	14,4 %	3,4

Source : Social Security Administration. Valeur comptable du portefeuille.

Taux d'intérêt des obligations spéciales détenues par le « Trust Fund »

Année civile	Taux d'intérêt moyen des émissions de l'année	Taux d'intérêt moyen du portefeuille
2000	6,24 %	6,9 %
2001	5,229 %	6,6 %
2002	4,865 %	6,4 %
2003	4,073 %	6,0 %
2004	4,271 %	5,7 %

Source : Social Security Administration. Les réserves de l'OASDI sont investies en obligations spéciales émises par le Trésor. Le taux d'intérêt à l'émission est égal au taux des obligations fédérales à 4 ans.

Sources :

- Social Security, Office of the Chief Actuary : www.ssa.gov/OACT/
- Budget of United States Government : www.gpoaccess.gov/usbudget/

Japon : « Government Pension Investment Fund » (GPIF)

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Solde du Budget			Dettes publiques brutes
	Solde hors Sécurité sociale	Sécurité sociale	Solde total	
	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
2000	- 8,0 %	0,5 %	- 7,5 %	134,1 %
2001	- 6,2 %	0,1 %	- 6,1 %	142,3 %
2002	- 7,7 %	- 0,2 %	- 7,9 %	149,3 %
2003	- 7,4 %	- 0,3 %	- 7,7 %	157,5 %
2004	- 6,2 %	- 0,3 %	- 6,5 %	163,5 %

Source : Economic Outlook OCDE, décembre 2004.

Montant des réserves dans les régimes

Année fiscale	« National Pension » (1 ^{er} étage)			« Employee Pension Insurance » (2 ^e étage)			Régimes spéciaux « Mutual Aid Associations »		
	Réserves			Réserves			Réserves		
	MdYen	% PIB	Années prestations	MdYen	% PIB	Années prestations	MdYen	% PIB	Années prestations
2000	9 461,7	1,9 %	0,9	134 798,8	26,5 %	7,2	48 400	9,5 %	7,3
2001	9 820,8	1,9 %	0,9	136 880,4	26,7 %	7,1	49 769,4	9,7 %	7,7
2002	9 949	2,0 %	0,8	137 393,4	27,4 %	7,0	50 100	10,0 %	7,7
2003	9 910,8	2,0 %	0,8	137 702,3	27,7 %	6,8	50 700	10,2 %	6,9
2004	9 860	2,0 %	0,7	137 410	27,4 %	6,6	51 500	10,3 %	

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée. Pour les régimes spéciaux, les résultats de l'année 2004 sont estimés. Valeur comptable des réserves accumulées dans les régimes.

Le fonctionnement du « Government Pension Investment Fund » (GPIF) après la réforme de 2001

A partir de l'année fiscale 2001/2002, dans le cadre de la réforme du dispositif appelé « Fiscal Investment and Loan Program » (FILP) géré par le ministère des Finances qui allouait l'épargne publique (épargne postale et réserves des régimes de retraite) au financement des

investissements publics via le budget de l'Etat, le Japon a profondément modifié l'organisation de la gestion financière des réserves des régimes de retraite des premier et deuxième étages, le régime universel « National Pension Insurance » (NPI) qui verse une pension forfaitaire aux résidents, le régime contributif des salariés du secteur privé « Employees' Pension Insurance » (EPI). Une période transitoire de huit ans a été mise en place qui s'achèvera durant l'année fiscale 2008/2009, au cours de

laquelle le « Government Pension Investment Fund » (GPIF) gèrera la totalité des réserves accumulées dans les deux régimes. Il en résulte temporairement une complexité assez grande dans les circuits d'utilisation des réserves des régimes publics de retraite :

- jusqu'en 2001, les réserves des deux régimes de retraite NPI et EPI étaient déposées, avec l'épargne postale, auprès du « Trust Fund Bureau » du ministère des Finances. Cette  pargne publique avait deux affectations. D'une part, pour 20 % environ, elle était investie en obligations publiques émises par l'Etat. D'autre part, le reste était prêté aux diverses agences

du FILP (institutions financières spécialisées, comptes spéciaux du Trésor, entreprises publiques, collectivités locales) chargées de financer les programmes d'investissements publics autorisés annuellement dans le cadre de la Loi de finances. Les prêts aux agences du FILP étaient rémunérés et les intérêts versés au « Trust Fund Bureau » étaient ensuite restitués aux régimes de retraite et à l'épargne postale. Les fonds déposés au « Trust Fund Bureau » étaient considérés avoir une maturité de 7 ans et les taux d'intérêt étaient fixés en référence au coupon vers  pour les obligations publiques à 10 ans émises à la date du dépôt.

Réserves des régimes de retraites déposées au « Trust Fund Bureau » jusqu'en 2001

Année fiscale	Réserves déposées au « Trust Fund Bureau »				Montant emprunté par le Nenpuku	Taux d'intérêt des nouveaux dépôts au FILP
	NPI	EPI	Total			
	MdYen	MdYen	MdYen	% du PIB		
1996	8 549,7	107 381,3	115 931,0	23,2 %	23 055,0	3,42 %
1997	9 556,6	116 753,2	126 309,8	24,6 %	23 753,0	3,20 %
1998	9 938,1	123 987,7	133 925,8	25,7 %	24 753,0	2,48 %
1999	10 381	129 116,2	139 497,2	27,2 %	25 753,0	1,72 %
2000	10 891	133 094,8	143 985,8	28,3 %	26 753,0	1,96 %
2001	11 072	131 520,6	142 592,6	27,8 %	27 423,0	1,95 %

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.

Ce circuit de financement était donc fortement intégré dans le budget de l'Etat, le FILP étant considéré comme le « deuxième » budget. Le placement des réserves était préaffecté et la gestion était totalement dans les mains du ministère des Finances, via le « Trust Fund Bureau ».

Il y avait toutefois une exception à cette préaffectation puisque, depuis 1986, une part d'environ 20 % des réserves affectées au FILP était prêtée à une agence publique, le « Pension Welfare Service Public Corporation » (Nenpuku), supervisée par le ministère du Travail et des Affaires sociales, chargée de l'investissement sur les marchés financiers. Le Nenpuku choisissait l'allocation du portefeuille et contrôlait les mandats de gestion attribués aux gestionnaires extérieurs. Le portefeuille était composé à 65 % d'obligations et titres de taux et à 35 % d'actions. Les fonds empruntés par le Nenpuku étaient rémunérés au taux des dépôts au FILP.

Cette organisation n'a pas rempli son objectif puisque les rendements financiers des placements du Nenpuku ont été en moyenne inférieurs au coût des fonds empruntés. A l'issue de l'année fiscale 2000/2001, le Nenpuku enregistrait une perte cumulée de 1 702,5 MdYen (en valeur de marché), ce qui signifiait une perte de capital pour la fraction des réserves gérée par cet organisme ;

- à partir d'avril 2001, l'organisation de la gestion financière des réserves a été substantiellement modifiée en supprimant l'obligation de dépôt auprès du « Trust

Fund Bureau ». Les réserves des régimes NPI et EPI sont, à partir de cette date, déposées sur un compte spécial du ministère du Travail et des Affaires sociales qui en confie progressivement la gestion à un nouvel organisme, le « Government Pension Investment Fund » (GPIF), agence placée sous son autorité. Le GPIF reprend les attributions dévolues au Nenpuku avec, toutefois, deux différences importantes : d'une part, ses ressources n'étant plus des fonds empruntés, il n'aura pas à payer des intérêts, d'autre part, son portefeuille atteindra en 2008 une taille considérable.

Une phase de transition de 7 années (égale à la maturité des fonds déposés au « Trust Fund Bureau ») a toutefois été instituée avant que le GPIF récupère la gestion de la totalité des réserves. Compte tenu du fait qu'en 2001, les réserves étaient déjà préaffectées, la phase de transition concernant l'activité de placement du GPIF a été conçue de la façon suivante :

- le « Trust Fund Bureau » a été supprimé et son portefeuille a été repris par le « Fiscal Loan Fund ». Au fur à mesure de leur arrivée à échéance, les fonds déposés antérieurement auprès du « Trust Fund Bureau », représentatifs des réserves des régimes, sont restitués par le « Fiscal Loan Fund » au ministère du Travail et des Affaires sociales qui les alloue ensuite au GPIF ;
- le portefeuille géré par le Nenpuku correspondait à des fonds empruntés au « Trust Fund Bureau ». Il a été transféré au GPIF qui, progressivement, rembourse

les emprunts, non pas en vendant les actifs correspondant au placement pour éviter les risques de moins-values, mais en utilisant une partie de l'abondement annuel transféré par le ministère du Travail ;

- pour éviter le tarissement brutal des sources de financement public des agences du FILP, une partie des investissements du GPIF est consacrée à l'achat de « FILP bonds », obligations émises par ces agences.

Bilan du GPIF, y compris Nenpuku

Année fiscale	Passif du GPIF			Composition du portefeuille		Remboursement des emprunts du Nenpuku
	Engagements hérités du Nenpuku	Abondement : transferts de réserves	Total	FILP Bonds	Autres actifs	
	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen
2002	22 830,6	17 022,4	38 601,4	11 913,8	26 687,6	3 122,4
2003	19 3569,2	18 255 ,8	50 214,3	18 615,5	31 598,8	3 471,4
2004	16 205,7	18 925 ,5	70 341,1	22 280,1	48 061,0	3 153,5

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée. Montants exprimés en valeur de marché.

Revenus financiers nets du portefeuille du GPIF selon le passif

Année fiscale	Engagements hérités du Nenpuku			Réserves des régimes NPI et EPI			GPIF
	Produits financiers	Intérêts versés	Total net	NPI	EPI	Total	Total net
	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen
2002	- 417,8	723,6	- 1 141,4	- 24,8	- 142,1	- 166,9	- 1 308,3
2003	- 1067,2	589,3	- 1 656,5	- 115,3	- 1 289,1	- 1 404,4	- 3 060,9
2004	1298,6	441,7	856,9	238,6	3 335,1	3 573,7	4 430,6

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée. Montants exprimés en valeur de marché. Les revenus financiers comptabilisent les produits financiers et les gains ou pertes en capital.

En 2004, le portefeuille du GPIF (engagements du Nenpuku et réserves transférées) s'élevait à 14 points de PIB. Les revenus financiers nets ont été négatifs les deux premières années, les pertes étant aggravées en raison de la rémunération versée pour les fonds empruntés par le Nenpuku.

La gestion des réserves des régimes NPI et EPI est progressivement transférée au GPIF, à un rythme de l'ordre de 18 000 MdYen par an. Sur ce montant, 3 200 MdYen ont été utilisés pour rembourser les emprunts du Nenpuku. Au 31 mars 2004, 37,7% des réserves étaient gérées par le GPIF.

Les réserves des régimes NPI et EPI ventilées selon le gestionnaire, hors engagements hérités du Nenpuku

Année fiscale	Selon le gestionnaire des réserves des régimes NPI et EPI			Revenus financiers		
	Fiscal Loan Fund	GPIF	Total	Fiscal Loan Fund	GPIF	Total
	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen
2002	130 320,0	16 855,5	141 175,5	4 087,0	- 166,9	3 920,1
2003	112 335,0	33 707,0	146 042,0	3 296,8	- 1 404,4	1 892,4
2004	93 068,5	56 206,1	149 274,6	2 440,7	3 573,7	6 014,4

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée. Montants exprimés en valeur de marché. Les revenus financiers comptabilisent les produits financiers et les gains ou pertes en capital.

Depuis 2001, la valeur de marché des réserves a été amputée, d'une part, par des rendements financiers négatifs de la part gérée par le GPIF et, d'autre part, en raison des pertes cumulées

du portefeuille du Nenpuku. Au 31 mars 2004, l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des réserves était négative de - 2 350 MdYen.

Les réserves des régimes NPI et EPI (y compris les engagements hérités du Nenpuku)

Année fiscale	Réserves des régimes NPI et EPI	Montant des réserves gérées par le « Fiscal Loan Fund » et le GPIF	Gains ou pertes cumulés du Nenpuku	Total	Revenus financiers nets de la gestion des réserves (y compris Nenpuku)
	Valeur comptable	Valeur de marché	Valeur de marché	Valeur de marché	Valeur de marché
	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen	MdYen
2002	147 342,4	141 175,5	- 2 844	144 331,5	2 778,7
2003	147 613,2	146 042,0	- 4 500,5	141 541,5	236,0
2004	147 272,2	149 274,6	- 3 643,5	145 631,1	6 871,4

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée. Les revenus financiers comptabilisent les produits financiers et les gains ou pertes en capital.

Au terme de la phase en 2008/2009, le passif du GPIF sera exclusivement composé des réserves des régimes NPI et EPI puisque, d'une part, les fonds empruntés par le Nenpuku auront été remboursés et, d'autre part, les réserves déposées auprès du « Fiscal Loan Fund » auront été en totalité transférées au GPIF via le ministère du Travail et des Affaires sociales. La part des actions dans le portefeuille du GPIF est d'environ 25 % et celle des obligations émises par le FILP d'environ un tiers. En considérant que les réserves gérées par le « Fiscal Loan Fund » sont

à classer dans la catégorie des placements obligataires, on s'aperçoit que le placement en actions ne représente que 12 % du portefeuille total. En 2001, le ministère du Travail et des Affaires sociales avait retenu, au terme de la phase de transition, un portefeuille de référence comprenant 20 % d'actions, avec un rendement cible de 4,5 %. Pour l'année fiscale 2003/2004, la stratégie d'investissement retenue pour le portefeuille du GPIF hors obligations du FILP devait être une gestion passive pour 74,9 % et une gestion active pour 25,1 % de ce portefeuille.

Composition du portefeuille du GPIF

Année fiscale	Obligations				Actions			Produits monétaires à court terme	
	FILP Bonds	Domestiques	Etrangères	Total	Domestiques	Etrangères	Total		
	%	%	%	%	%	%	%	%	
2002	30,86 %	37,22 %	3,49 %	71,57 %	17,68 %	9,90 %	27,58 %	0,85 %	
2003	37,07 %	32,32 %	5,07 %	74,46 %	14,70 %	8,90 %	23,60 %	1,94 %	
2004	31,67 %	35,83 %	5,62 %	73,12 %	17,06 %	8,42 %	25,48 %	1,40 %	
Allocation du portefeuille de référence									
	68 % ± 8 %		7 % ± 5 %		12 % ± 6 %		8 % ± 5 %		5 %

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.

Portefeuille du GPIF hors obligations du FILP. Rendement réalisé comparé au benchmark selon les classes d'actifs

Année fiscale	Obligations domestiques hors FILP		Obligations étrangères		Actions domestiques		Actions étrangères	
	Réalisé	Benchmark	Réalisé	Benchmark	Réalisé	Benchmark	Réalisé	Benchmark
	%	%	%	%	%	%	%	%
2002	0,87 %	0,95 %	6,20 %	8,12 %	- 17,05 %	- 16,18 %	3,67 %	4,14 %
2003	4,19 %	4,26 %	15,23 %	15,47 %	- 25,41 %	- 25,83 %	- 32,23 %	- 32,37 %
2004	- 1,82 %	- 1,74 %	0,2 %	0,15 %	50,3 %	51,13 %	23,76 %	24,70 %

L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.

Sources :

- GPIF : www.gpif.go.jp
- Ministère des Affaires sociales : www.mhlw.go.jp/topics/nenkin/zaisei/index.html
- Ministère des Finances : www.mof.go.jp

Canada : Office d'investissement du régime des pensions du Canada (OIRPC)

Le portefeuille d'obligations spéciales, géré par le Fonds de placement du RPC, est progressivement transféré à l'OIRPC. Ces obligations non négociables à échéance de 20 ans, émises par les provinces canadiennes, pourront être

renouvelées une fois et elles devraient avoir été en totalité remboursées en 2033. Le transfert de la gestion de ce portefeuille sera achevé en 2006. L'OIRPC s'est fixé une cible de rendement réel moyen de 4 % par an.

Indicateurs de finances publiques

Année fiscale	Solde du budget	Dettes publiques
	% PIB	% PIB
2000	1,3 %	55,4 %
2001	1,9 %	48,8 %
2002	0,6 %	46,7 %
2003	0,6 %	44,2 %
2004	0,2 %	42,0 %

Source : Ministère des Finances. L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.

Réserves du RPC selon le gestionnaire

Année fiscale	Réserves du Régime de pension du Canada				
	Gérées par l'OIRPC	Gérées par le fonds de placement du RPC	Total	% PIB	Années de prestations
	Md\$	Md\$	Md\$	%	années
2000	2,4	42,1	44,5	4,1 %	2,3
2001	7,2	42,0	49,2	4,4 %	2,4
2002	14,3	39,3	53,6	4,6 %	2,5
2003	17,5	38,1	55,6	4,6 %	2,4
2004	32,8	37,7	70,5	5,7 %	3,0

Source : OIRPC. L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée. Le portefeuille est évalué en valeur de marché. Les ratios ont été calculés avec les agrégats (PIB, prestations) de l'année civile. Dans le fonds de placement du RPC sont comptabilisées les liquidités du régime.

Constitution du portefeuille de l'OIRPC

Année fiscale	Transferts du RPC	Revenus financiers	Portefeuille au 31 mars
	M\$	M\$	M\$
2000	1 919,5	460,1	2 391,8
2001	5 614,0	- 851,6	7 154,2
2002	6 826,2	304,6	14 285,0
2003	7 318,1	- 4 152,3	17 450,7
2004	8 134,9	7 209,7	32 795,3

Source : OIRPC. L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.
Le portefeuille est évalué en valeur de marché. Md\$: milliards de dollars canadiens.

Composition du portefeuille de l'OIRPC

Année fiscale	Actions		Titres de taux	Immobilier
	Canada	Etranger		
	%	%	%	%
2001	70,2 %	29,8 %	0 %	0 %
2002	69,8 %	29,0 %	0,2 %	1,0 %
2003	63,3 %	30,8 %	3,2 %	2,6 %
2004	55,6 %	27,5 %	14,5 %	2,4 %

Source : OIRPC. L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.

Composition du portefeuille total du RPC

Année fiscale	Actions	Obligations	Titres de taux	Immobilier	Liquidités
	%	%	%	%	%
2001	14,0 %	73,0 %			13,0 %
2002	26,7 %	60,8 %			12,5 %
2003	30,7 %	55,8 %	0,1 %	0,6 %	12,8 %
2004	45,2 %	42,9 %	0,3 %	1,0 %	10,6 %

Source : OIRPC. L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.

Rendement nominal du portefeuille total du RPC

Année fiscale	Actions	Obligations et titres de taux	Immobilier	Ensemble
	%	%	%	%
2001	- 9,4 %	9,9 %		7,0 %
2002	3,4 %	5,0 %		5,7 %
2003	- 20,9 %	8,4 %	- 50,7 %	- 1,5 %
2004	31,8 %	8,7 %	50,5 %	17,6 %

Source : OIRPC. L'année fiscale s'achève le 31 mars de l'année indiquée.

Sources :

- OIRPC: www.cppib.ca/fr/index.html
- Ministère des Finances : www.fin.gc.ca

Suède : « AP-Fondsen » 1, 2, 3,4 et 6

Depuis 2001, la gestion financière des réserves du système de retraite a été réorganisée et

confiée aux quatre nouveaux fonds AP1 à AP4 et à l'ancien fonds AP6.

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques		Pensions
	Solde APU	Dette publique APU	
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	5,1 %	52,8 %	6,3 %
2001	2,5 %	54,3 %	6,3 %
2002	- 0,3 %	52,4 %	6,5 %
2003	0,2 %	52,0 %	6,4 %
2004	1,4 %	51,2 %	6,5 %

Source : Ministère des Finances, Eurostat. Pensions versées par le régime de retraite national « Inkomstpension » pour le risque vieillesse.

Portefeuille des « AP-Fondsen »

Année civile	Réserves gérées par les fonds 1 à 4 et 6				
	Transfert de réserves au budget de l'Etat	Revenus financiers	Réserves en fin d'année		
			MdK	% PIB	Années de prestation
2000	45	28,1	733,9	33,4 %	5,3
2001	155	- 26,0	565,2	24,9 %	3,9
2002		- 85,6	487,5	20,7 %	3,2
2003		80,8	577,0	23,7 %	3,7
2004		63,7	646,2	25,4 %	3,9

Source : Ministère des Finances et « Forsakringskassan ». Les réserves sont gérées depuis 2001 par les fonds 1 à 4 et 6. Le portefeuille est évalué en valeur de marché. MdK= milliards de couronnes suédoises.

Composition et taux de rendement du portefeuille géré par les fonds 1 à 4 et 6

Année civile	Composition du portefeuille			Part de titres étrangers	Rendement financier	
	Actions	Titres de taux	Autres catégories		Taux nominal	Taux réel
	%	%	%	%	%	%
2001	57,5 %	39,2 %	3,3 %	50,9 %	- 4,4 %	- 7,1 %
2002	57,1 %	39,4 %	3,5 %	57,2 %	- 15,0 %	- 16,9 %
2003	59,3 %	38,1 %	2,6 %	57,8 %	16,4 %	14,8 %
2004	59,1 %	37,6 %	3,3 %	59,0 %	10,9 %	10,5 %

Source : Ministère des Finances et « Forsakringskassan ».

Rendement financier du portefeuille géré par les fonds 1 à 4 et 6

Année civile	Gains ou pertes en capital	Gains ou pertes de change	Produits financiers	Rendement brut	Frais de gestion	Rendement net
	MdKr	MdKr	MdKr	MdKr	MdKr	MdKr
2001	- 46,0	2,1	18,8	- 25,1	0,9	- 26,0
2002	- 96,6	- 5,9	17,9	- 84,6	1,0	- 85,5
2003	73,4	- 10,4	19,0	82,0	1,2	80,8
2004	52,8	- 6,9	19,2	65,2	1,5	63,7

Source : Ministère des Finances et « Forsakringskassan ».

Sources :

- Försäkringskassan : www.forsakringskassan.se/
- Ministère de l'Economie et du budget : www.sweden.gov.se/sb/d/2106
- AP-Fondsen : www.ap1.se
www.ap2.se
www.ap3.se
www.ap4.se
www.apfond6.se/

Pays-Bas : « Spaarfonds AOW »

Le taux de cotisation au régime AOW a été plafonné à 18,25 %. Quand ils apparaîtront, les besoins de financement du régime seront couverts par des transferts budgétaires. Pour préparer ces échéances, le fonds de réserve « Spaarfonds AOW » a été créé en 1997 pour préfinancer une partie des engagements du régime. Compte spécial du Trésor, il est normalement alimenté par un transfert budgétaire fixe de 1,3 Md€ et un transfert variable mini-

mal augmentant chaque année de 113,5 M€. L'abondement annuel peut être supérieur à ces montants minimaux si la situation des finances publiques le permet. Par ailleurs, les intérêts sont capitalisés au sein du fonds. L'objectif est d'accumuler 135 Md€ en 2020, date à partir de laquelle le fonds pourra être utilisé pour financer les pensions du régime AOW. Il est prévu qu'en 2030, le fonds finance 12 % des pensions versées par le régime AOW.

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques		Pensions AOW
	Solde UEM	Dette publique UEM	
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	2,2 %	55,9 %	4,8 %
2001	- 0,1 %	52,9 %	4,7 %
2002	- 1,9 %	52,6 %	4,8 %
2003	- 3,2 %	54,3 %	4,9 %
2004	- 2,5 %	55,7 %	5,1 %

Source : Ministère des Finances, Eurostat

Evolution du fonds de réserve AOW

Année civile	Abondement annuel		Produits financiers		Réserves au 31-12		
	M€	% PIB	M€	% PIB	M€	% PIB	Années de prestations
2000	2178,1	0,54 %	271	0,07 %	7035,3	1,8 %	0,37
2001	2291,6	0,53 %	403,5	0,09 %	9730,4	2,3 %	0,48
2002	2405,0	0,54 %	536,6	0,12 %	12672,1	2,9 %	0,59
2003	2518,5	0,55 %	680,2	0,15 %	15870,7	3,5 %	0,71
2004	2631,9	0,57 %	811,0	0,17 %	19313,6	4,2 %	0,82

Source : Ministère des Finances.

Sources :

- Ministère des Finances : rijksbegroting.minfin.nl/

Espagne : « Fondo de Reserva de la Seguridad Social »

Le principe d'un fonds de réserves a été décidé en 1997 et il a été effectivement abondé à partir de l'année 2000. L'objectif est de disposer de réserves permettant d'atténuer les effets des cycles économiques et de garantir l'équilibre financier du système de retraite. La Loi du

29 septembre 2003 a créé l'organisme gestionnaire dénommé « Fondo de Reserva de la Seguridad Social » auquel sont affectés les excédents des régimes de retraite contributifs. La loi précise que le fonds ne peut investir qu'en titres émis par des entités publiques.

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques		Pensions contributives
	Solde UEM	Dette publique UEM	
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	- 0,9 %	61,1 %	8,2 %
2001	- 0,5 %	57,8 %	8,1 %
2002	- 0,3 %	55,0 %	8,0 %
2003	0,3 %	51,4 %	8,1 %
2004	- 0,3 %	48,9 %	8,2 %

Source : Ministère des Finances, Eurostat. Pensions contributives versées par la Sécurité sociale pour les risques vieillesse, survie et invalidité.

Evolution du « Fondo de Reserva de la Seguridad Social »

Année civile	Fondo de Reserva de la Seguridad Social						
	Abondement annuel		Produits financiers		Réserves au 31-12		
	M€	% PIB	M€	% PIB	M€	% PIB	Années de prestations
2000	601,0	0,10 %	2,8	0,00 %	603,8	0,1 %	0,01
2001	1803,0	0,28 %	29,0	0,00 %	2433	0,47 %	0,05
2002	3575,0	0,51 %	189,6	0,03 %	6168,7	0,9 %	0,11
2003	5493,9	0,74 %	552	0,07 %	12024,9	1,6 %	0,20
2004	6720,1	0,85 %	1137,4	0,14 %	19330,4	2,5 %	0,30

Source : Ministère des Affaires sociales.

Sources :

- Ministère des Affaires sociales : www.tt.mtas.es

Portugal : Fonds de réserve FEFSS

Le « Fondo de Estabilização Financeira da Segurança Social » (FEFSS) a été créé en 2000 à l'occasion de la réforme des retraites. Ce fonds reprend les excédents de la Sécurité sociale accumulés depuis 1989 et gérés

par l'IGCSS. Il lui est affecté le produit de deux à quatre points de cotisation des salariés tant que les régimes de retraite ne sont pas en déficit. La loi organise les règles d'investissement du FEFSS.

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques		Pensions contributives
	Solde UEM	Dettes publiques UEM	
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	- 2,8 %	53,3 %	5,8 %
2001	- 4,4 %	55,9 %	5,9 %
2002	- 2,7 %	58,5 %	6,3 %
2003	- 2,9 %	60,1 %	6,4 %
2004	- 2,9 %	61,9 %	

Source : Ministère des Finances, Eurostat. Pensions versées par la Sécurité sociale pour les risques vieillesse, survie et invalidité.

Evolution du FEFSS

Année civile	Abondement annuel		Réserves au FEFSS au 31-12		
	M€	% PIB	M€	% PIB	Années de prestations
2000	659,5	0,57 %	3 075,1	2,7 %	0,37
2001	616,5	0,50 %	3 798,6	3,1 %	0,45
2002	812,6	0,63 %	4 699,4	3,7 %	0,49
2003	415,2	0,32 %	5 428,0	4,2 %	0,58
2004					

Source : Ministère des Affaires sociales. Rapports annuels du FEFSS

Portefeuille du FEFSS

Année civile	Composition du portefeuille			Rendement nominal
	Obligations	Actions	Autres	
	%	%	%	%
2000	88,0 %	10,4 %	1,6 %	4,11 %
2001	87,9 %	10,5 %	1,6 %	3,28 %
2002	88,8 %	6,8 %	4,4 %	2,51 %
2003	86,1 %	9,4 %	4,5 %	6,50 %
2004				

Source : Ministère des Affaires sociales. Rapports annuels du FEFSS

Sources :

- Ministère des Affaires sociales : www.seg-social.pt
- Ministère des Finances : www.dgep.pt

France : Fonds de réserve pour les retraites (FRR)

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques		Pensions
	Solde UEM	Dette publique UEM	
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	- 1.4 %	56.8 %	4.7 %
2001	- 1.5 %	57.0 %	4.7 %
2002	- 3.2 %	59.0 %	4.7 %
2003	- 4.2 %	63.9 %	4.8 %
2004	- 3.7 %	65.6 %	4.8 %

Source : Ministère des Finances, Eurostat. Chiffres provisoires pour 2004. Pensions : prestations sociales versées par la CNAVTS, l'Organic, la Cancava et le régime des salariés agricoles..

Evolution du FRR

Année civile	Fonds de réserve pour les retraites					
	Abondement annuel		Produits financiers	Portefeuille du FRR au 31-12		
	M€	% PIB	M€	M€	% PIB	Années de prestations
2000	2,9	0,20 %				
2001	3,7	0,25 %				
2002	5,6	0,36 %				
2003	3,3	0,21 %	0,412	16,44	1,1 %	0,22
2004	2,1	0,13 %	0,5	19,01	1,2 %	0,24

Source : FRR. Chiffres provisoires pour 2004. Le FRR a démarré ses opérations à la fin 2002 et a attribué ses mandats de gestion au cours de l'année 2004. Les années de prestations sont calculées à partir des pensions versées par la CNAVTS et les régimes alignés.

Sources :

- FRR : www.fondsdereserve.fr

Belgique : Fonds de vieillissement

Le Fonds de vieillissement a été créé en 2001 dans le but de financer l'augmentation des dépenses de retraite pendant la période 2010-2030. Il est abondé par des recettes non fiscales, des surplus budgétaires et les excédents de la Sécurité sociale. Il ne pourra être utilisé à partir de 2010 qu'à la condition que la dette publique UEM soit inférieure à 60 % du PIB. Cette condition est destinée à inciter les pouvoirs publics à conduire une stratégie budgétaire à long terme visant à disposer de marges budgétaires suffisantes pour absorber le coût du vieillissement de la population.

Le Fonds de vieillissement place ses réserves en titres de l'Etat belge, cette obligation ayant pour but la consolidation de la dette de l'Etat. Un instrument spécifique de dette a été créé, les « bons du Trésor-Fonds de vieillissement » zéro coupon avec échéances finales à partir de 2010, titres dématérialisés non négociables émis par le Trésor à la demande du Fonds de vieillissement dont le taux est basé sur la courbe d'intérêt des obligations linéaires. Les réserves non investies dans cet actif sont placées à court terme auprès du Trésor.

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques		Pensions
	Solde UEM	Dette publique UEM	
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	0,2 %	109,1 %	7,7 %
2001	0,6 %	108,0 %	7,8 %
2002	0,1 %	105,4 %	7,9 %
2003	0,4 %	100,0 %	8,0 %
2004	0,1 %	95,6 %	8,0 %

Source : Ministère des Finances, Eurostat.

Evolution du Fonds de vieillissement

Année civile	Fonds de vieillissement					
	Abondement annuel		Intérêts à court terme	Portefeuille au 31-12		
	M€	% PIB	M€	M€	% PIB	Années de prestations
2001	614,9	0,2 %	9,2	624,1	0,2 %	0,03
2002	429,0	0,2 %	2,7	1 055,8	0,4 %	0,05
2003	3 096,9	1,1 %	0,3	4 153,0	1,5 %	0,19
2004	7 790,0	2,8 %	6,2	11 949,2	4,3 %	0,53

Source : Ministère des Finances. Chiffres provisoires pour 2004. Le portefeuille est investi en « bons du Trésor- Fonds de vieillissement » zéro coupon, aux échéances finales allant de 2010 à 2018. Les intérêts capitalisés versés à l'échéance ne sont pas comptabilisés dans la valeur du portefeuille.

Sources :

- Fonds de vieillissement : www.fondsdevieillissement.fgov.be

Irlande : « National Pension Reserve Fund » (NPRF)

Le NPRF a débuté ses opérations le 6 avril 2001. A cette date, une contribution de 6 514,9 M€ lui a été transférée, représentant l'abondement (863 M€) de l'année 2001 et la dotation spéciale relative au pro-

duit des licences UMTS (5 314 M€), auxquels s'ajoutaient les produits financiers jusqu'à la date de transfert. Il est interdit au NPRF d'investir dans les obligations domestiques, y compris publiques.

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques		Pensions
	Solde UEM	Dettes publiques UEM	
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	4,4 %	38,3 %	2,3 %
2001	0,9 %	35,8 %	2,4 %
2002	- 0,4 %	32,6 %	2,6 %
2003	0,2 %	32,0 %	2,6 %
2004	1,3 %	29,9 %	

Source : Ministère des Finances, Eurostat.
Pensions versées par la Sécurité sociale pour les risques vieillesse et survie.

Evolution du portefeuille du NPRF

Année civile	Abondement annuel	Produits financiers	Gains ou pertes en capital	Frais de gestion	Portefeuille du NPRF au 31-12		
	M€	M€	M€	M€	M€	% PIB	Années de prestations
2001	972	228,7	0	0,9	7 673,3	6,7 %	2,8
2002	1 034,5	227,9	- 1 542,4	8,9	7 389,0	6,0 %	2,3
2003	1 103	210	836	14	9 524,9	7,1 %	2,8
2004	1177	94,8		n.d.	11 686	8,1 %	2,9

Source : NPRF. Les opérations du NPRF débutent le 6/4/2001. Le portefeuille est évalué en valeur de marché. Les chiffres de l'année 2004 sont provisoires.

Composition et rendement net du portefeuille du NPRF

Année civile	Composition du portefeuille			Rendement net
	Obligations	Actions	Trésorerie et autres	
	%	%	%	%
2002	56,6 %	17,3 %	26,1 %	- 16,1 %
2003	71,5 %	14,0 %	14,5 %	12,8 %
2004	76,0 %	12,7 %	11,3 %	9,2 %

Source : NPRF

Sources :

- NPRF: www.national-pensions-reserve-fund.ie

Nouvelle-Zélande : « New Zealand Superannuation Fund » (NZSF)

Le « New Zealand Superannuation Fund » (NZSF) a été créé en 2001 et a démarré ses opérations en 2002. Les pensions de retraite sont payées par le budget de l'Etat. Pour éviter de dépasser dans le futur la limite supérieure fixée à la dette publique, 30 % du PIB, en raison du vieillissement de la population, le gouvernement a créé le NZSF chargé de préfinancer une fraction de la charge future des pensions. Chaque année, un transfert budgétaire,

exprimé en points de PIB, est affecté au NZSF de telle sorte que ce pourcentage maintenu constant pendant 40 ans permette de financer les pensions de cette période. Ce calcul est réactualisé tous les ans à chaque nouvelle loi de finances. L'objectif de taux de rendement minimum assigné au NZSF est d'atteindre, en moyenne sur 20 ans, le taux de rendement sans risque (celui des titres publics à 90 jours) auquel est ajouté 2,5 %.

Indicateurs de finances publiques

Année fiscale	Solde du budget	Dette publique brute	Dette publique nette
	% PIB	% PIB	% PIB
2000	0,8 %	32,8 %	19,5 %
2001	1,8 %	31,3 %	17,0 %
2002	2,2 %	28,9 %	15,4 %
2003	4,3 %	27,7 %	13,5 %
2004	4,7 %	25,3 %	10,8 %

Source : Ministère des Finances. L'année fiscale s'achève le 30 juin de l'année indiquée.

Evolution du NZSF

Année fiscale	Contribution au NZSF		Produits financiers nets		Montant du NZSF		
	MdNZ\$	% PIB	MdNZ\$	% PIB	MdNZ\$	% PIB	Années de prestations
2002	0,615	0,5 %			0,615	0,5 %	
2003	1,269	1,0 %			1,884	1,5 %	
2004	1,91	1,4 %	0,162	0,1 %	3,956	2,8 %	
2005	2,107	1,4 %	0,283	0,2 %	6,346	4,2 %	1,3
2010	2,591	1,4 %	1,36	0,7 %	22,779	12,2 %	3,5
2020	1,720	0,6 %	4,81	1,7 %	76,577	27,8 %	6,1

Source : Ministère des Finances. L'année fiscale s'achève le 30 juin de l'année indiquée. Projections pour les années 2005-2020.

Sources :

- NZSF: www.nzsuperfund.co.nz

Norvège : « Norwegian Government Petroleum Fund » (NGPF)

Indicateurs de finances publiques

Année civile	Finances publiques			Pensions
	Solde du Budget hors pétrole	Solde du Budget y.c. pétrole	Dette publique	
	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
2000	- 0,8 %	15,6 %	30,0 %	6,7 %
2001	- 0,2 %	13,6 %	29,2 %	6,8 %
2002	- 5,3 %	9,1 %	36,1 %	7,3 %
2003	- 5,4 %	7,7 %	44,9 %	7,5 %
2004	- 5,5 %	11,5 %	46,5 %	7,1 %

Source : Ministère des Finances, Eurostat. Pensions versées par la Sécurité sociale pour les risques vieillesse, survie et invalidité.

Evolution du portefeuille du NGPF

Année civile	Transferts budgétaires au NGPF		Intérêts et dividendes nets	Gains ou pertes	Portefeuille du NGPF au 31-12		
	MdKr	% PIB			MdKr	% PIB	Années de prestations
2000	149,8	10,2 %	10,9	2,9	386,4	26,3 %	3,9
2001	251,2	16,5 %	17,2	- 41,5	613,7	40,2 %	5,9
2002	125,4	8,3 %	22,6	- 153,2	609,0	40,1 %	5,5
2003	103,9	6,7 %	25,8	105,8	845,3	54,1 %	7,3
2004	138,2	8,2 %	33,3	- 1,4	1 016,4	60,3 %	8,5

Source : NGPF. Le portefeuille du NGPF est évalué en valeur de marché. MdKr : milliards de couronnes norvégiennes. Les gains et pertes du portefeuille évalué en monnaie nationale sont la somme de deux postes : les gains et pertes en capital et ceux relatifs aux taux de change.

Composition et rendement du portefeuille du NGPF

Année civile	Composition de portefeuille au 31/12		Rendement nominal annuel			Rendement net réel
	Actions	Obligations et titres de taux	Actions	Obligations et titres de taux	Ensemble	
	%	%	%	%	%	%
2000	40,7 %	59,3 %	- 58,2 %	8,41 %	2,50 %	0,36 %
2001	42,0 %	58,0 %	- 14,59 %	5,04 %	- 2,47 %	- 3,68 %
2002	38,5 %	61,5 %	- 24,37 %	9,90 %	- 4,74 %	- 6,60 %
2003	37,7 %	62,3 %	22,83 %	5,26 %	12,59 %	10,98 %
2004	41,0 %	59,0 %	13,0 %	6,10 %	8,94 %	6,24 %

Sources :

- Banque de Norvège : www.norges-bank.no/english/petroleum_fund
- Ministère des Finances : odin.dep.no/fin/norsk/statens_petroleumsfond/index-b-n-a.html