

---

# LES RISQUES DE LA PRE- VOYANCE

LE DEUXIEME PILIER SOUS LE POIDS  
D'UNE SOCIETE VIEILLISSANTE

---

HEINZ ZIMMERMANN ET ANDREA BUBB  
POUR AVENIR SUISSE

VERSION ABREGEE

# Introduction

Dans de nombreux pays, le thème du « vieillissement de la population » s'est récemment répandu dans les milieux politiques et les organisations internationales, ainsi que dans les médias et le marché du livre. L'impact de ce glissement démographique vers un vieillissement et parfois même un rétrécissement de la population est débattu à maints niveaux lors de conférences et de manifestations dans de nombreux domaines. Historiquement parlant, cette évolution est nouvelle et unique, puisque jusqu'à présent l'histoire de l'humanité a toujours été caractérisée par des sociétés en expansion, donc jeunes. Les conséquences sociales, économiques et politiques de cette transition historique commencent seulement à faire leur apparition dans les discussions publiques.

Afin d'inviter les décideurs politiques et économiques à prendre conscience de ce phénomène, le think-tank washingtonien, le « Center for Strategic and International Studies » (CSIS) a élaboré un programme de recherches et de discussions portant le titre de « Global Aging Initiative ». Dans ce cadre, une conférence sur le thème « Managing the Global Age Transition » s'est déroulée en janvier 2001 au « Center for Global Dialog », à Rüslikon, en Suisse. Des spécialistes issus des milieux démographiques et économiques, mais aussi des représentants gouvernementaux de premier plan ainsi que des parlementaires du monde entier ont débattu de cette crise mondiale du vieillissement à travers de nombreux exposés. Il est apparu un large consensus sur les défis démographiques auxquels seront confrontés tous les domaines de l'économie et de la politique, à commencer par les systèmes de pension ou de santé en allant jusqu'au marché du travail et à la sécurité nationale. La dimension mondiale de la question est devenue évidente, lorsque les représentants du « Sud », plus jeunes, se sont vus attribuer le rôle de source de renouvellement démographique, voire de réservoir de jeunes pour le « Nord » vieillissant.

Parmi toutes ces prévisions et les avertissements sur les problèmes à venir, voire même les effondrements qui se préparent, ce sont surtout les études mettant en garde contre les effets du vieillissement de la population sur les systèmes de pension, et à travers eux sur les marchés des capitaux, qui ont attiré l'attention. Robert Stowe England, le directeur de recherches de « Global Aging Initiative » a présenté sous le titre de « Hard Landing » un livre blanc sur l'impact du vieillissement sur les marchés financiers mondiaux. Ce livre, se fondant sur de nombreux calculs et études, soutient la thèse selon laquelle les caisses de pension américaines passeront d'ici 10 ans du statut d'investisseur net à celui de désinvestisseur net. Ce qui, mis à part un déplacement massif des actions vers des investissements à taux fixes, produirait une pression tellement énorme sur les marchés, que des « atterrissages douloureux » en seraient la conséquence inévitable.

Même si d'autres économistes renommés ne partagent pas ces vues et considèrent que cette thèse du « asset meltdown » est exagérée, les craintes des chercheurs du CSIS méritent notre attention. Du moins du point de vue suisse, il semblerait indiqué d'examiner le deuxième pilier par rapport au vieillissement de la société – même si l'on admet généralement que les capitaux de prévoyance sont mieux armés face aux risques démographiques qu'un système de répartition tel que l'AVS. On peut en effet supposer qu'en raison des anciennes prescriptions en matière de placement, de l'exiguïté du marché suisse et de la part importante des investissements immobiliers, les effets annoncés par les experts du CSIS seront particulièrement dramatiques.

C'est pourquoi Avenir Suisse n'a pas chargé un actuaire, ou un expert en LPP, mais un spécialiste des marchés des capitaux et chercheur dans le domaine du risque, le professeur Heinz Zimmermann du Centre des Sciences Economiques (wwz) de l'Université de Bâle, de faire une étude des risques liés à la prévoyance capitalisée.

M. Zimmermann et sa collaboratrice, Andrea Bubb, ont d'emblée mis en doute la thèse de cet effondrement des marchés financiers provoqué par l'évolution démographique. Ils réfutent également ce point de vue dans leur étude - voilà pour la bonne nouvelle. Mais en analysant le système préconisé par la LPP du point de vue du marché des capitaux, ils ont relevé des problèmes et des risques importants et inhérents au système, qui exigeraient des mesures et des réformes, voire un changement de mentalité. Dans la révision actuelle de la LPP, une telle orientation n'est cependant guère perceptible. La marge de manœuvre se situe entre le réflexe visant à renforcer l'Etat providence et le règlement de certaines questions techniques détaillées. Mais Zimmermann et Bubb démontrent que la prévoyance fondée sur la capitalisation se trouve finalement confrontée à des attentes dont découlent des exigences politiques et des « garanties » étatiques qui ne peuvent être satisfaites par le marché des capitaux. C'est pourquoi il n'existe pas de prévoyance sans risque, encore moins dans des conditions démographiques fondamentalement modifiées.

Le présent rapport et ses quelques conclusions provisoires se fondent sur une étude très vaste, contenant beaucoup de matériel et d'explications, ainsi que des éléments techniques. La version abrégée « Les risques de la prévoyance » n'est toutefois pas un simple résumé, mais un document autonome destiné à la diffusion. On peut trouver les deux textes sur le site Internet d'Avenir Suisse (<http://www.avenir-suisse.ch>).

Avenir Suisse, juin 2002

# Table des Matières

Introduction .....	iii
o1 La discussion sur la LPP	
La session spéciale du Conseil national .....	2
Le reflet de la politique sociale .....	3
Une population à l'âge de la retraite .....	4
Les nouveaux besoins de la population active .....	6
Les questions restées sans réponse .....	6
o2 Faiblesse du système de prévoyance	
La malédiction de la pyramide .....	8
Le marché financier en tant que « boîte noire » .....	10
La contradiction des placements sans risque .....	12
Nécessité de stratégies à long terme .....	14
L'absence de compréhension du risque .....	16
Une garantie de revenu qui coûte cher .....	20
Mobilité et autodétermination .....	21
La garantie de l'Etat encourage le risque moral .....	22
o3 Conclusions	
Le long chemin vers une structure efficiente .....	24

## 01 La discussion sur la LPP

### La session spéciale du Conseil national

Au cours des dernières années, l'augmentation croissante de l'espérance de vie a donné lieu à une multiplication de doutes sur la rentabilité du système suisse de prévoyance, doutes qui ont porté en premier lieu sur l'assurance vieillesse et survivants (AVS), organisée selon un système de répartition, mais dont la portée touche à présent l'adaptation du 2<sup>ème</sup> pilier à l'évolution démographique et l'élargissement de la prévoyance professionnelle (1<sup>ère</sup> révision LPP).

A la surprise générale, au cours de la session spéciale du Conseil national concernant la révision de la LPP, les partis et les députés sont très rapidement tombés d'accord sur les réformes requises:

- réduction du seuil d'entrée du montant actuel de chf 24'720,- à chf 18'540,-. Cette décision assurera dorénavant près de 180 000 salariés avec un revenu inférieur à l'obligation de la LPP.
- assouplissement de la déduction de coordination fixe en vigueur aujourd'hui sur la base du montant du salaire. Le salaire annuel sera soumis à l'obligation d'assurance jusqu'à chf 74.180.- compte tenu de la déduction de coordination au cas où celle-ci dépasse le seuil de chf 18.540.-. C'est cette tranche que l'on appelle «salaire coordonné». La déduction de coordination atteindra dorénavant 40% du salaire annuel, mais au moins chf 15.450.- et au plus chf 21.810.-. Les coûts supplémentaires d'env. chf 660 millions, découlant du nouveau seuil d'entrée et de l'assouplissement de la déduction de coordination, seront supportés à parts égales par les salariés et les employeurs.

- réduction du taux de conversion employé pour le calcul de la rente de vieillesse du taux actuel de 7,2% à 6,8% de l'avoit de vieillesse. Ce taux correspond au pourcentage minimum utilisé pour calculer la rente annuelle sur la base de l'avoit de vieillesse existant, soit la fortune accumulée par les bonifications et la rémunération entre la 25<sup>ème</sup> année et l'arrivée à échéance de la prestation.
- La révision entrera en vigueur au plus tôt en 2004, et avec elle, l'obligation d'assurance pour les revenus inférieurs. Par contre, le nouveau taux de conversion sera introduit par étapes, pour s'assurer que les diminutions décidées pour les rentes ne s'appliquent en leur intégralité qu'aux personnes qui atteindront l'âge de la retraite en 2014.

Les commentateurs se sont tous félicités des souhaits de réforme du Conseil national. Une session de deux jours a suffi pour parvenir à un résultat qui assure, de leur point de vue, l'avenir du 2<sup>ème</sup> pilier. Le fait que la commission de consultation se soit déjà mise d'accord sur des solutions de compromis lors de la 1<sup>ère</sup> révision de la LPP a aussi largement contribué à l'approbation fournie par le Conseil.

Ces compromis sont inhérents à la LPP depuis son origine. Ils ont déjà servi de base à la loi de 1985 dans un souci de compatibilité avec un nombre élevé d'institutions de prévoyance. A l'avantage de la compatibilité s'oppose l'inconvénient de ne guère pouvoir tenir compte de l'évolution sociale et démographique. Le retard pris par la réglementation légale met aujourd'hui les partenaires sociaux face à un système de prévoyance d'une extrême complexité.

## Reflét de la politique sociale

.....

La politique sociale reflète les objectifs, les concepts et les valeurs de la société. Au sens le plus large, elle a pour objectif de garantir la paix sociale, la justice et la sécurité grâce à des mesures directes ou indirectes prises par l'Etat. En termes concrets, la répartition primaire du revenu et de la fortune sur le marché est corrigée en faveur des membres nécessiteux ou désavantagés de la société. Dans le transfert des risques, on distingue trois formes : le transfert intergénérationnel (population jeune – population âgée), intragénérationnel (population aisée – population démunie, population urbaine – population rurale, population en bonne santé – population malade, hommes et femmes, etc.) et le transfert international.

La garantie de consommation et de revenu à un certain âge représente le principal objectif des systèmes de prévoyance vieillesse.

Selon l'art. 112 de la Constitution fédérale, les rentes du 1er pilier doivent couvrir les besoins vitaux des assurés. En outre, les deux risques de l'invalidité et du décès (revenu des survivants) sont couverts.

Le lien direct entre les cotisations versées par les individus et leur droit aux prestations est interrompu en faveur de la péréquation sociale dans le cadre du 1er pilier. Le transfert du risque lié à la garantie de revenu et de consommation s'opère en majeure partie de manière intergénérationnelle – sur la base du financement par répartition. L'aménagement des cotisations et des prestations donne cependant aussi lieu à différents transferts intragénérationnels. La mise en place de la rente maximale entraîne, par exemple, un transfert de revenu et de risques entre population aisée et démunie au sein de la même génération.

Au cours des dernières années, la situation financière du 1er pilier s'est nettement détériorée. L'AVS est déficitaire depuis 1996 et l'AI depuis 1993. Depuis fin 2000, le fonds de compensation de l'AVS/AI ne fournit plus que 56% des dépenses annuelles du 1er pilier (Groupe de travail interdépartemental «Perspectives financières des assurances sociales», IDA FISO, 1996). Pour l'avenir, les pronostics officiels prévoient une nette augmentation des besoins de financement pour le 1er pilier. En termes de pourcentage de la masse salariale de l'AVS, les besoins supplémentaires requis pour assurer les rentes AVS/AI s'élèveront à env. 2,5% jusqu'en 2010 et env. 3,5% entre 2010 et 2025.

La prévoyance sociale ou le 2ème pilier du système suisse de prévoyance a pour objectif de permettre, avec l'AVS, «de maintenir le niveau de vie usuel de manière adéquate». En matière de prévoyance professionnelle, la garantie du revenu comporte deux composantes: la composante d'épargne prescrite par l'Etat, qui assure notamment le revenu de vieillesse, et la composante d'assurance du risque, destinée à garantir le maintien du niveau de vie usuel en cas d'invalidité ou de décès (pour les survivants).

Le 2ème pilier inclut également, selon l'organisation de l'institution de prévoyance concernée, un transfert des risques intergénérationnel et intragénérationnel. En principe, le transfert des risques intergénérationnel joue un plus petit rôle dans la prévoyance professionnelle financée par capitalisation que dans le 1er pilier financé par répartition. Le contrat entre générations revêt notamment de l'importance pour la composante d'épargne des caisses de retraite organisées selon le principe de la primauté des prestations et celle des institutions de prévoyance financées de manière collective. La répartition intragénérationnelle s'opère surtout dans le cadre de l'assurance du risque.

## Une population à l'âge de la retraite

Les doutes concernant la rentabilité du 1er pilier trouvent principalement leur source dans la modification considérable de la répartition des âges au sein de la population. La proportion entre les travailleurs et les personnes à la retraite joue un rôle déterminant dans ce contexte. On connaît actuellement le nombre de salariés qui atteindront d'ici l'an 2050 l'âge de la retraite. Mais des facteurs dont on ignore encore la portée peuvent influencer sur ce chiffre et ne sont pas clairement définis, tels les flux de population (migrations) et l'évolution du taux de natalité. Les premiers pourraient évoluer du fait de l'introduction de nouvelles conditions cadre (libre passage dans le cadre des accords bilatéraux, adhésion à l'UE, etc.)

Par conséquent, il est également plus facile d'établir des pronostics concernant la rentabilité du 1er pilier, basé sur le système de répartition, que de prévoir celle du 2ème pilier, puisqu'il s'agit d'un système presque fermé, qui prend en considération l'espérance de vie, l'évolution du nombre des naissances et la constitution de la pyramide des âges. Une considération qui ne tient compte que des contribuables, des salariés et des entreprises du pays concerné. Ils doivent assurer à eux seuls le financement du système actuel, mis à part le financement possible par le biais de la taxe sur la valeur ajoutée, dont on parle depuis quelque temps.

Il est de loin plus difficile d'établir des pronostics concernant la rentabilité du 2ème pilier, la stabilité de ce dernier ne dépendant pas uniquement de l'évolution démographique, mais aussi de celle des marchés financiers. De la sorte, le risque d'erreur est supérieur dans le système de capitalisation, pour les prévisions portant

sur un horizon temporel prolongé, que dans le 1er pilier. L'avoir de vieillesse des futurs retraités est obtenu grâce aux revenus de placements financiers, raison pour laquelle l'évolution à long terme des marchés financiers revêt une importance considérable.

Il est donc d'autant plus surprenant que le débat actuel sur la révision de la LPP se concentre principalement sur l'augmentation de l'espérance de vie. Aucune attention n'est, pour ainsi dire, portée à la répartition des âges, d'une part et, de l'autre, à l'interaction entre l'évolution de la population et les marchés financiers.

Le débat portant sur le vieillissement de la population au niveau mondial – dont l'origine provient de la diminution du nombre d'enfants par femme et de l'espérance de vie – s'est renforcé. Cette évolution ne concerne pas seulement la Suisse, mais l'ensemble des pays avancés. Même si elle est plus mesurée et retardée dans le temps, l'augmentation de l'âge moyen de la population s'applique aussi à la plupart des pays en voie d'industrialisation et de développement. La médiane d'âge qui répartit la population sous étude en deux groupes de dimensions égales s'élevait en 1950 à 21,4 ans pour les pays moins avancés et à 28,6 ans pour les pays avancés. Le Programme des Nations unies pour le développement (PNUD) retient pour l'an 2000 une médiane égale à 24,3 ans et à 37,4 ans respectivement. Cela correspond à une hausse de près de 2,9 ou 8,8 ans au cours de la deuxième moitié du 20ème siècle. Pour l'ensemble de la population mondiale, la médiane d'âge a passé de 23,6 à 26,5 ans entre 1950 et 2000. Au niveau mondial, son relèvement de près de 10 ans pour atteindre 36,2 ans, prévu au cours des 50 années à venir, montre une accélération du processus de vieillissement de la population mondiale (*Tableau 1, p. 5*).

Tableau 1 : Moyenne d'âge (en années)

	1950	2000	2050
Monde	23,6	26,5	36,2
Pays émergents	21,4	24,3	35,0
Pays industrialisés	28,6	37,4	46,4
Pays en développement	19,5	18,2	26,5
Afrique	19,0	18,4	27,4
Asie	22,0	26,2	38,3
Europe	29,2	37,7	49,5
Amérique du Nord	29,8	35,6	41,0
Amérique centr. et lat.	20,1	24,4	37,8
Pacifique	27,9	30,9	38,1

*La moyenne d'âge augmente en permanence dans le monde entier.*

Source: United Nations Population Division: World Population Prospects: The 2000 Revision

L'augmentation de l'espérance de vie résulte également de la diminution de la mortalité parmi les jeunes qui n'exercent pas d'activité lucrative et dans la population ayant la capacité d'exercer une activité lucrative, mais les années de vie ainsi gagnées retombent sur les classes d'âge plus élevées. La charge de la population en âge de travailler en faveur de la prévoyance vieillesse augmente de ce fait autant pour le système de répartition que pour le financement par capitalisation.

En Suisse, l'espérance de vie a fortement augmenté pour les hommes et pour les femmes au cours du 20<sup>ème</sup> siècle. L'espérance de vie d'un homme né dans les années 1920/21 ou d'une femme née à la même période s'élevait à 54,5 resp. 57,5 ans, en moyenne : ils n'atteignaient par conséquent pas l'âge légal de la retraite. En 1999, l'espérance de vie s'élève, à la nais-

sance, à 76,9 ans (pour un homme) et à 82,6 ans (pour une femme).

En 1948, lors de l'introduction de l'AVS, 5,4 personnes avaient la capacité d'exercer une activité lucrative (20-64 ans) pour 1 personne à la retraite, alors qu'en 2001, elles étaient à peine 4. Il en résulte une forte augmentation de la charge financière des personnes actives pour le financement des rentes dans le cadre du 1<sup>er</sup> pilier.

Les conséquences de l'espérance de vie croissante sur la rente de vieillesse sont manifestes pour le système de répartition du 1<sup>er</sup> pilier. L'évolution est moins claire pour ce qui est des risques d'invalidité et de décès. Comme ces risques sont uniquement assurés pendant la vie active dans le cadre du système de prévoyance de l'Etat, un lien direct avec l'augmentation de l'espérance de vie ne peut pas être établi. Du reste, les statistiques de l'assurance invalidité (AI) montrent que le nombre des cas d'invalidité a aussi fortement augmenté pendant les dernières années.

Du fait des répercussions de la démographie sur le 1<sup>er</sup> pilier, l'importance prise par le 2<sup>ème</sup> pilier dans la conscience de la population s'est fortement accrue. Croire que le 2<sup>ème</sup> pilier représente une ultime assurance contre les risques de l'âge pourrait toutefois se révéler une lourde erreur. De la sorte, l'évolution des marchés financiers est pratiquement considérée dans le cadre du débat comme un facteur exogène, sur lequel il n'est pas influé et qu'il n'est pas possible d'influer. Une attention insuffisante est accordée aux interdépendances entre le système de prévoyance et le marché financier, d'une part, et de l'autre au comportement des assurés ou de l'assureur.

## Les nouveaux besoins de la population active

La LPP régleme principalement les conditions cadre légales fondamentales de la prévoyance professionnelle au sens des prescriptions minimales. L'harmonisation des institutions de prévoyance recherchée à l'origine par le biais de l'obligation LPP a été abandonnée. Du fait de la longue histoire des caisses de pension d'entreprise, l'introduction d'un système uniforme serait revenu à sanctionner l'initiative privée et aurait entraîné des frais de transformation très élevés. Si la compatibilité avec la réalité environnante a représenté un avantage à l'époque, actuellement, le fait de pouvoir pour ainsi dire pas prendre en considération l'évolution sociale et démographique est un inconvénient.

Les prémisses qui sont à la base de la LPP ne sont plus actuelles, notamment à cause de l'augmentation de la mobilité et de l'individualisation du niveau de vie :

- les salariés changent fréquemment d'emploi, de canton de domicile et de travail, se mettent à leur compte et retrouvent un nouvel emploi, partent à l'étranger ou en reviennent.
- le salaire à assurer n'est plus clairement défini compte tenu des systèmes de primes et des modèles de participation complexes.
- de nombreux salariés désirent prendre leur retraite avant 65 ans, mais ils sont aussi nombreux à rester dans la vie active sous une forme ou une autre.
- de nombreux employés considèrent l'achat d'un immeuble comme un élément central de leur prévoyance personnelle.

- le besoin de responsabilité personnelle et d'auto-détermination a fortement augmenté, de même que les connaissances et le savoir-faire en matière de financement et de placement.

- les banques, les assurances, et les fonds offrent des produits de prévoyance dont le potentiel de rendement et de risque est plus transparent que celui du capital de prévoyance.

## Questions restées sans réponse

Si l'on considère le vieillissement de la population, d'une part, et de l'autre, l'interaction entre le système de prévoyance et les marchés financiers, on constate de nombreuses insuffisances du 2ème pilier. Même les étapes de la réforme introduites dans le cadre de la 1ère révision de la LPP ne sont pas en mesure d'éliminer les faiblesses inhérentes au système. Bien plus, ces faiblesses sont renforcées par les modifications sociales et culturelles ainsi que les attentes de la population qui en découlent.

Le débat portant sur les réformes profondes du système suisse de prévoyance est souvent confronté à l'argument selon lequel le système aurait très bien fonctionné par le passé et qu'il aurait fait partie, au niveau international, des systèmes les plus performants avec un taux de capitalisation parmi les plus élevés. Un stock de capital important ne représente cependant aucune garantie pour échapper aux problèmes structurels ou démographiques.

La capitalisation a pour principal inconvénient de ne pas pouvoir immédiatement détecter les problèmes, mais de devoir les identifier de manière indirecte par

le biais de modèles, hypothèses et autres scénarios. Tant que les paiements des cotisations dépassent le service des rentes, le public ne saurait guère être sensibilisé aux problèmes de la réforme de la prévoyance. Les lacunes du calcul de la réserve mathématique requise ou de la politique de placement n'entraînent pas de conséquences immédiates telles que des réductions des rentes. Cette inefficacité peut durer longtemps.

Quels que soient leurs avantages par rapport aux systèmes de répartition, les systèmes de capitalisation sont compliqués, souvent peu transparents et dans certains cas même onéreux. Par ailleurs, leur complexité élevée a pour effet de voir le débat de réforme se perdre fréquemment dans des questions de détail qui relèvent de la technique actuarielle, d'éléments juridiques et de la politique de placement. Il faut par conséquent distinguer quatre niveaux d'argumentation dans le cadre d'une discussion à motivation économique:

- les effets généraux de l'évolution démographique sur l'économie
- l'influence de l'évolution démographique sur le système de prévoyance
- l'aménagement du système suisse de prévoyance – avec des options de réforme qui n'excluent pas des modifications fondamentales du système
- le rôle de l'Etat dans des systèmes de prévoyance à financement par capitalisation et la charge qui en résulte pour les pouvoirs publics (par exemple, du fait de garanties).

L'analyse de l'économie du système suisse de prévoyance se base sur le fait qu'il s'agit de parvenir à

des prestations définies au préalable avec un minimum de cotisations, de coûts et de risques – ou, à l'inverse, qu'il s'agit d'obtenir un maximum de prestations avec le capital économisé. Des interdépendances variées découlent des différents risques sous-jacents (démographie, marché financier, faillites), des informations non confirmées, des structures d'incitation complexes et de l'influence prise par les autorités. L'efficacité du 2ème pilier est étroitement liée ... à la structure des coûts.

... à la stratégie de placement.

... aux contrats incomplets – soit à l'information lacunaire, aux conflits d'intérêts et aux mécanismes de contrôle.

... à l'indemnisation des prestations de l'Etat (garanties).

... à la structure de la prévoyance.

En outre, un système de prévoyance moderne doit répondre aux critères d'exigence suivants: la souplesse, la transparence et la responsabilité personnelle. Ces conditions requises ne sont de loin pas remplies dans le système suisse actuel. Nul doute qu'au cours des derniers 15 ans, il a été possible de mettre en oeuvre plusieurs améliorations, mais ces dernières n'ont revêtu qu'un caractère ponctuel. La complexité et le manque de transparence du système se sont de ce fait fréquemment accrues.

La présente étude se concentre sur la prévoyance professionnelle, soit le 2ème pilier, en tenant compte des comparaisons avec la prévoyance étatique, c'est-à-dire le 1er pilier. En même temps, elle prend en considération les répercussions et la rétroactivité de l'âge, sans tenir compte, en majeure partie, des risques de l'invalidité et des décès. Ces derniers incluent des problèmes actuariels qui de nos jours sont principalement résolus dans le cadre de l'assurance privée.

## 02 Faiblesse du système de prévoyance

### La malédiction de la pyramide

.....

*L'accumulation d'un stock de capital important ne résout pas le problème démographique puisqu'une population vieillissante consomme moins de biens à forte intensité de capital. Un effondrement des marchés financiers dû à la démographie reste peu vraisemblable. Mais cela ne signifie pas que l'avenir des institutions suisses de prévoyance soit radieux. Au contraire, sur l'arrière-plan de l'évolution démographique, les faiblesses déjà connues du système des caisses de pension deviennent manifestes.*

Au contraire de l'espérance de vie, le taux de natalité a fortement chuté en Suisse dans la deuxième moitié du siècle passé. Lors du « baby boom » de l'après-guerre, le nombre moyen d'enfants dépassait 2,1 enfants par femme. Le taux de reproduction élevé s'est achevé à l'arrivée de la pilule en 1964. Le nombre moyen d'enfants par femme n'a cessé de baisser en Suisse de manière continue sur les dix années suivantes, pour ensuite stagner, depuis 1975, au niveau de 1,5 enfants, avec quelques faibles variations seulement.

L'OFSP prévoit par ailleurs que le nombre de personnes ayant atteint l'âge de la retraite augmentera de plus de 50% d'ici 2060, pour atteindre 1,7 millions de personnes. Selon les prévisions d'Avenir Suisse, ce nombre doublerait d'ici 2060 pour atteindre 2,2 millions d'individus (*Illustration 1, p. 9*).

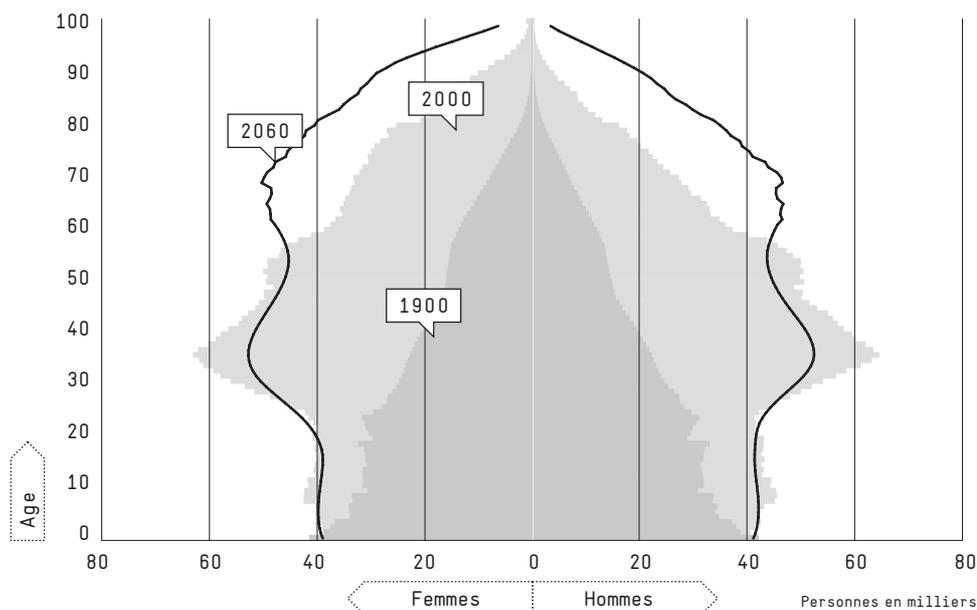
De ce fait, la diminution du nombre d'enfants par femme constitue, avec le prolongement de l'espérance de vie, le facteur le plus important qui influe sur le vieillissement de notre société. Ses implications sont multiples et profondes. Si l'on suppose que les individus ont des besoins et des préférences différents en

fonction de leur âge, cette situation aboutit pour l'ensemble de l'économie publique à des modifications considérables de la consommation, de l'épargne ainsi que de l'offre et de la demande de travail. Par exemple, dans une société vieillissante, la demande de services relevant du domaine de la santé augmente. La modification de la composition de la population active a également des incidences sur la productivité et sur la croissance économique.

Vu le vieillissement, une question brûlante se pose : les systèmes de prévoyance pourront-ils encore tenir leurs promesses de prestations à l'avenir ? Pour y répondre, le type de financement du système de prévoyance revêt une importance extrême. La méthode de répartition se fonde sur un contrat entre les générations dont le respect ne peut être garanti en dernière analyse que par l'Etat. Si le rapport entre la population active et la part de la population ayant atteint l'âge de la retraite se détériore, les paiements de transfert dans le système de répartition ne cessent d'augmenter pour chaque travailleur et pour la population active dans son ensemble – à moins de réduire les prestations, c'est-à-dire les rentes. Cette évolution défavorable se répercute, d'une manière évidente pour tout le monde, sur le bulletin de paye et sur le revenu disponible.

La méthode de capitalisation semble à première vue protéger contre les conséquences du vieillissement de la société. Les rendements élevés qui ont été réalisés sur les marchés financiers à la fin des années 90 ont entraîné une certaine insouciance vis-à-vis de l'évolution démographique. Or, dès les années 50, les experts économistes mettaient en doute le fait que le système de capitalisation soit à l'abri des conséquences du vieillissement. Malgré cela, la thèse dite de Mackenroth, selon laquelle même les rentes basées sur du capital ne peuvent être produites que par le re-

Illustration 1 : La pyramide des âges : 1900, 2000, prévisions d'ici 2060



La proportion de personnes âgées dans la population augmente sensiblement.

Source : Office fédéral de la statistique, Avenir Suisse (Rainer Münz et Ralf Ulrich)

venu national effectif, c'est-à-dire les prestations des actifs, a suscité peu d'intérêt en dehors des milieux scientifiques, au vu de l'accumulation constante de capital. Toutefois, les récents effondrements des cours sur les marchés financiers, entre autres, ont à nouveau rouvert ce débat. En outre, certains experts craignent que le capital de prévoyance investi sur les marchés financiers et qui représente aujourd'hui près de chf 500 milliards ne doive être liquidé dans un avenir relativement proche afin de payer les prestations de vieillesse. La « Global Aging Initiative » escompte lors de cette « réduction du stock de capital » une chute des cours des bourses internationales – au moment même où l'on aurait besoin de bonnes performances pour garantir le paiement des rentes. Le même argumentaire veut que les rendements élevés du marché

des capitaux dans les années 90 s'expliquent par le fait que les capitaux des caisses de pension recherchaient des occasions de placements.

Le marché financier en tant que « boîte noire »

.....

*Les marchés financiers jouent un rôle clef dans la garantie des prestations de prévoyance. Néanmoins, la révision de la LPP traite le marché financier, dans le meilleur des cas, comme un facteur exogène. Il s'avère illusoire de penser qu'un stock de capital suffisamment élevé mette à l'abri contre les tendances démographiques. Même les systèmes de prévoyance par capitalisation sont touchés par les évolutions démographiques. Néanmoins, la crainte que l'aliénation de portefeuilles de titres ne provoque l'effondrement des marchés financiers est infondée. En revanche, aucun système de prévoyance ne pourra être maintenu par une accumulation internationale de capital sans des prestations de travail futures fournies à l'intérieur du pays. Les méthodes de capitalisation sont donc soumises aux mêmes prémisses économiques que les méthodes de répartition.*

Par le biais des caisses de pensions, une grande partie de la population possède des actions, mais souvent sans en être conscient et sans pouvoir estimer les conséquences de variations des cours en bourse sur les paiements des primes ou les rentes futures. C'est là un phénomène compréhensible dans la mesure où les prestations minimales d'une caisse sont garanties et que les assurés n'ont apparemment pas besoin de s'occuper de la question de la couverture des prestations.

Le débat actuel sur la prévoyance semble se dérouler loin des marchés financiers. En mettant en place les bases légales, l'Etat se comporte comme si le seul impondérable tenait à l'allongement de l'espérance de vie. Or, en réalité, dans un système de prévoyance organisé selon la méthode de capitalisation, c'est l'évolution des marchés financiers qui revêt le rôle prépondérant. Un

exemple chiffré devrait permettre de le montrer : si l'on investit par exemple 1000 francs par mois à un taux d'intérêt moyen de 4% sur une durée d'acquisition de 40 ans, le capital vieillesse au terme de cette période s'élèvera à chf 1,16 millions et se composera à 41% des paiements de cotisations et à 59% des intérêts accumulés. En revanche, si le taux d'intérêt moyen est de 5%, la part des paiements de cotisations dans le capital final de chf 1,48 millions ne sera plus que de 32%, contre 68% pour celle des intérêts accumulés.

Même le meilleur connaisseur de la bourse n'est pas en mesure de prévoir l'évolution des marchés financiers sur un mois, et a fortiori sur un an ou une décennie. L'évolution de la population, en revanche, est relativement simple à prévoir (tableau 2, p. 11).

Mais est-il possible de faire des pronostics sur l'influence à long terme du vieillissement sur les rendements des marchés financiers ? Sur le plan économique, cette question semble appeler une réponse simple : la raréfaction croissante du facteur de production qu'est le travail par rapport au capital accroît le prix relatif du travail. Cela entraîne une augmentation des salaires par rapport aux intérêts du capital, donc une baisse, en termes réels, du taux d'intérêt. Toutefois, il faut aussitôt relativiser cette conclusion, car en réalité, de nombreux effets d'adaptation, de structure et de feedback se font sentir. Le processus d'adaptation, à savoir la substitution du capital par le travail et inversement, se déroule de façon bien plus compliquée dans une économie publique ouverte et dépend d'une série de facteurs supplémentaires.

On voit dans l'accumulation d'un stock de capital une supériorité de la méthode de capitalisation sur le système de répartition. Du fait que dans la première, on constitue un stock de capital, la productivité du travail s'accroît. La même production peut être obtenue avec

Tableau 2: L'importance du produit des capitaux : part des cotisations et part du produit des intérêts

Taux d'intérêt	4%	5%	6%	7%	8%
Capital vieillesse*	1,16	1,48	1,91	2,47	3,22
Part des paiements	41,3%	32,4%	25,2%	19,4%	14,9%
Part des intérêts	58,7%	67,6%	74,8%	80,6%	85,1%

(40 années de cotisation, paiements mensuels de CHF 1000)  
\*en millions de CHF

*La contribution des intérêts au capital vieillesse est sous-estimée.*

Source : calculs faits par l'auteur

moins de travail et davantage de capital, ce qui entraîne, à travail constant, un produit intérieur brut plus élevé. Mais la question centrale qui se pose est de savoir si une société vieillissante a réellement besoin d'augmenter le stock de capital. Des investissements créent des capacités de production pour les générations futures. Or, une société vieillissante devrait justement moins épargner. Elle a besoin de moins de capacités de production pour fabriquer les biens requis. Ainsi, une société vieillissante réduira le stock de capital et remplacera les biens de capital par la consommation. A son tour, cela diminuera la pression sur les rendements du capital.

La gamme des biens de consommation d'une société vieillissante fait appel, selon toute probabilité, à une moins forte intensité de capital que celle d'une société plus jeune. La demande porte plutôt sur des prestations de travail telles que soins, prise en charge et autres

services difficiles à remplacer par du capital. Dans ce cas, le fait qu'avec un système de prévoyance par capitalisation on disposerait alors d'un stock de capital élevé juste au moment où on n'en aurait plus besoin sur le plan économique plaiderait en faveur d'une baisse des taux d'intérêt. Enfin se pose la question fondamentale de savoir comment évolue la productivité totale de la population active sur l'arrière-plan de l'évolution démographique aboutissant à une société plus âgée. Il n'est pas possible d'exclure un ralentissement de la croissance économique. Mais il est impossible de prévoir quelle serait alors l'évolution de la rémunération des facteurs de production.

Un autre avantage de l'accumulation d'un stock de capital tient à la possibilité de répartir les risques au niveau international et d'utiliser des productivités de travail et de capital différentes, liées aux évolutions démographiques différentes. L'étude de l'économiste allemande Melanie Lührmann de l'université de Mannheim montre même que la structure d'âge relative constituait le facteur le plus important pour les flux de capitaux internationaux parmi 141 pays étudiés dans la période entre 1960 et 1995. Autant la mobilité du capital semble être une solution évidente à la diminution de la productivité du capital, autant cette mobilité se heurte à des limites. En effet, justement dans une société vieillissante, le travail et le capital ne sont pas parfaitement substituables ; les besoins de consommation d'une société plus âgée exigent une forte intensité de travail et donc le recrutement de travailleurs, ce qui ne peut être réalisé sans une politique de migration libérale. En outre, tous les pays industrialisés et de plus en plus de pays en développement sont également touchés par une évolution similaire.

Même si l'on suppose que le vieillissement de la population influe sur le stock de capital macroéconomique, cela n'apprend rien pour autant de l'évaluation des

placements de capitaux correspondants. Lorsque par exemple des caisses de pension vendent des actions, cela ne provoque en aucune manière une réduction du stock de capital macroéconomique ; c'est simplement leur propriété qui est transférée. La manière dont ces transactions se répercutent sur la formation du prix des avoirs dépend surtout des préférences des acteurs en matière de risque ainsi que des aspects de diversification, d'information et de liquidité des marchés. Ce qui est déterminant, c'est de savoir qui acquiert le stock de capital et moyennant quelle prime de risque. Le montant de la prime de risque réclamée dépend de deux facteurs différents : d'une part de la volonté et de la capacité à prendre des risques d'un individu aux divers moments de sa vie, et d'autre part des différences entre les tendances d'épargne et de consommation des diverses cohortes de naissance (groupes ayant la même année de naissance). Ce n'est que si le stock de capital se réduisait réellement – par exemple par le biais de désinvestissements ou de faillites – que les taux d'intérêt réels versés sur les capitaux augmenteraient au lieu de baisser.

En fin de compte, les effets sur les prix ne doivent être escomptés que lorsque les marchés financiers sont frappés par des événements imprévus. En revanche, les flux de capitaux nets des institutions de prévoyance sont relativement faciles à prévoir et sont déjà pris en compte dans les décisions de placement actuelles. Les actions et les biens immobiliers des institutions de prévoyance ne seront donc pas mis sur le marché du jour au lendemain et à la surprise des participants. Le processus se déroulera de manière plus ou moins continue dans le temps. La longueur de cette échéance constitue un facteur important pour déterminer la capacité de risque d'une institution de prévoyance. Plus l'échéance se raccourcit, plus elle réduit de manière dynamique la part des placements grevée de risques.

La contradiction des placements sans risque  
 .....

*La capacité de fonctionnement des systèmes par capitalisation exige des hypothèses réalistes sur les potentiels de rendement et les risques des marchés financiers. L'exactitude des hypothèses ne peut être vérifiée qu'a posteriori et avec un très long recul. De ce fait, il existe un danger que la capacité de performance des marchés soit surestimée et que les problèmes restent longtemps ignorés. Un système responsable ne peut donc se fonder que sur un sens accru des responsabilités de la part des individus. Cela exige une grande liberté de choix lors de la réalisation d'une stratégie de placement adéquate dans le cadre de la planification financière individuelle.*

L'assurance sous toutes ses formes jouit d'une forte demande en Suisse. On peut donc en conclure l'existence d'une forte aversion envers le risque de la part de la population suisse en moyenne. Cette constatation peut être répercutée telle quelle sur le système de prévoyance. Même dans le système de prévoyance financé par capitalisation, la protection contre le risque revêt une grande importance – même en laissant de côté la protection contre les risques d'invalidité et de décès. Toutefois, la question fondamentale qui se pose est de savoir si les assurés doivent et peuvent être prémunis contre les variations de la bourse par des taux d'intérêt techniques, des paiements de cotisation constants, des paiements de libre passage éloignés du marché et des rentes garanties.

Pour répondre à cette question, il faut tout d'abord se représenter la nature économique du stock de capital macroéconomique. Pour formuler les choses simplement, il s'agit de la fortune nette de l'économie publique, donc de la partie des avoirs à laquelle ne

correspond aucun engagement direct. En ce sens, les actions représentent des avoirs, puisqu'elles concrétisent des parts de ressources d'entreprises sans fonder d'engagements de la part de cette entreprise. Les biens immobiliers font également partie du stock de capital macroéconomique, tout comme le capital humain – donc la somme des investissements faits dans la formation de l'individu.

De l'autre côté figurent les engagements sous forme de prêts, de crédits et d'emprunts. Eux non plus ne fondent aucun avoir touchant l'ensemble de l'économie. L'argument selon lequel un crédit permet également d'effectuer des investissements productifs est certes exact, mais l'endettement fonde un risque plus élevé pour les propriétaires ou les actionnaires. La valeur du stock de capital dans son ensemble ne se modifie pas.

Pour la prévoyance financée par capitalisation, cela signifie que le stock de capital macroéconomique pris dans sa totalité est soumis à des risques non diversifiables. Bien sûr, ceux-ci peuvent être transférés d'un acteur à l'autre, mais ils ne peuvent pas disparaître du système.

Les milieux politiques demandent souvent que les établissements d'assurance n'effectuent pas de placements spéculatifs. Personne ne semble être gêné par cette contradiction inhérente, bien que les caisses de pension constituent un pilier essentiel de l'épargne macroéconomique. Les investissements sont nécessaires pour renouveler le stock de capital et ainsi garantir la production ultérieure de biens de consommation et d'équipement. L'accumulation du stock de capital macroéconomique est donc toujours liée à la prise de risques, puisqu'il n'est jamais certain que les hypothèses et les attentes sous-tendant les investissements se concrétiseront. Le stock de capital

macroéconomique ne peut donc jamais être investi sans risques.

Si à cause d'une population vieillissante, une part croissante du revenu public épargné est investi de manière principalement sans risque, cela entraîne, si le stock de capital reste inchangé, une augmentation du prix du marché du risque. La reprise du risque doit être rémunérée par une prime de risque accrue, en raison de la moindre volonté de courir des risques. En fin de compte, cela suscite des attentes de rendement plus élevées lors de l'évaluation des placements grevés de risques, ce qui équivaut à une évaluation plus basse des placements. Le stock de capital macroéconomique serait ainsi massivement déprécié – totalement indépendamment de l'utilisation productive –, ce qui serait extrêmement désavantageux pour les entreprises et pour l'économie dans son ensemble.

Les conséquences d'une mauvaise compréhension du risque s'expriment notamment dans la fixation du taux d'intérêt technique. Le taux d'intérêt technique fixé par la loi définit (en primauté des prestations) le montant de la réserve mathématique – ou en termes économiques, la valeur actuelle des prestations promises. Depuis des années, le taux d'intérêt de 4% se trouve au-dessus du taux d'intérêt « sans risque », donc du taux auquel il est possible de faire des placements sans risque. Cela signifie que les paiements de cotisations sont trop faibles ou que les prestations promises sont trop élevées. Si le taux d'intérêt était constamment de 3%, cela signifierait une lacune de couverture des caisses de pension d'environ un quart de l'ensemble du capital vieillesse. La progression du déficit de couverture est un processus négligé, puisque les caisses continuent à se trouver en processus d'épargne avant que les années de fortes naissances ne partent en retraite.

Cependant, après la mauvaise année boursière de 2001, le débat portant sur la réduction du taux d'intérêt technique est devenu d'actualité. Ce débat n'est pas en rapport direct avec l'évolution démographique. Au contraire, la réduction du taux d'intérêt technique permettrait de réaliser un assainissement partiel pour les caisses présentant une couverture insuffisante.

.....  
 Nécessité de stratégies à long terme  
 .....

*L'approche purement actuarielle qui part d'une « couverture courante » d'un stock de capital accumulé sur plusieurs décennies est inefficace sous l'angle de l'allocation des risques macroéconomique. Si la couverture du capital technique requis ou la réalisation d'un rendement minimal donné doit être inscrite de manière « courante », cela raccourcit l'échéance effective pour les placements et entraîne des pertes de produit massives. Les objectifs de placement actuels des institutions de prévoyance ne sont guère judicieux sous l'angle de l'ensemble de l'économie, et notamment sur le plan de l'allocation des risques macroéconomique. Garantir un certain rendement minimal nominal sur les montants accumulés n'est ni possible, ni efficace sur le plan macroéconomique à l'échelle de temps typique des institutions de prévoyance. Il existe donc un énorme hiatus entre l'approche actuarielle axée sur la sécurité et les réalités des marchés financiers.*

La mise en œuvre d'une stratégie à long terme est d'autant plus simple qu'il existe davantage de réserves de fluctuation des risques. Toutefois, en raison de l'absence de mesures d'incitation pour la direction, pratiquement aucune caisse de pension n'augmente

son degré de couverture au-delà de 120%. Cela susciterait au contraire les convoitises les plus diverses. Sans placements efficaces, les employeurs et les travailleurs subissent une charge indûment élevée. Chaque pour cent de rendement supplémentaire réalisé signifie soit un allègement sous forme de réductions de primes, soit la renonciation à des augmentations de primes ultérieures, soit encore une prestation plus élevée au moment du départ à la retraite.

Mais selon la LPP, les institutions de prévoyance doivent avant tout pouvoir offrir la sécurité aux engagements qu'elles ont contractés. Une institution de prévoyance doit, selon la loi, administrer sa fortune de manière « à garantir la sécurité des placements, un rendement raisonnable, une répartition appropriée des risques et la couverture des besoins prévisibles de liquidités » (art. 71 LPP). Des conflits d'objectifs multiples existent entre les quatre objectifs que sont le rendement, la sécurité, la diversification et la liquidité. En choisissant une stratégie de placement donnée, les institutions de prévoyance procèdent donc à une pondération des objectifs.

Ce n'est que récemment que le législateur a fait un premier pas en direction de la libéralisation en modifiant l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP2) en mars 2000. Mais il n'y a eu à ce jour en moyenne aucun épuisement des limites de placement. Selon les statistiques des caisses de pension, ni les limites concernant les placements individuels, ni celles concernant la part étrangère ne sont atteintes. La préférence est donnée à des placements présentant un flux de revenus fixe, sur ceux présentant la perspective de gains de capital à long terme. L'objectif de la sécurité reçoit une pondération très forte dans la stratégie de placement moyenne (*tableau 3, p. 15*).

Tableau 3 : Placements des caisses de pension par types de placement

	1992	1994	1996	1998	2000*
<b>Placements DIRECTS</b>	<b>92,51%</b>	<b>91,39%</b>	<b>88,85%</b>	<b>87,64%</b>	<b>84,79%</b>
Obligations/bons de caisse	26,89%	28,02%	26,43%	26,15%	26,53%
Actions et bons de participation	10,12%	13,67%	15,99%	21,11%	26,47%
Biens immobiliers/terrains	16,90%	16,07%	14,29%	11,84%	10,53%
Placements auprès de l'employeur	15,28%	14,75%	12,66%	10,96%	6,23%
Liquidités/placements à court terme	12,81%	9,54%	11,34%	11,11%	9,23%
Hypothèques	9,59%	8,36%	7,04%	5,65%	4,79%
Divers	0,00%	0,97%	1,10%	0,74%	1,02%
<b>Placements INDIRECTS</b>	<b>7,49%</b>	<b>8,61%</b>	<b>11,15%</b>	<b>12,36%</b>	<b>15,21%</b>

Part de la fortune totale / ensemble des institutions de prévoyance

*La composition des placements des caisses de pension a évolué au fil des années. Certaines fluctuations n'ont été rendues possibles que par les modifications des prescriptions en la matière. Les obligations et les bons de caisse restent, malgré tout, une forme de placement très importante.*

Source : Statistiques des caisses de pension 1992/1994/1996/1998 - \* résultats provisoires pour 2000 ; Communiqué de presse du 10 avril 2002. La prévoyance professionnelle en Suisse, Office fédéral de la statistique

La composition des placements des caisses de pension a évolué au fil des années. Certaines fluctuations n'ont été rendues possibles que par les modifications des prescriptions en la matière. Les obligations et les bons de caisse restent, malgré tout, une forme de placement très importante.

Avec le taux d'intérêt minimum fixé actuellement à 4% pour les bonifications de vieillesse (taux d'intérêt technique), l'Etat intervient massivement dans la pondération des divers objectifs concurrents des institutions de prévoyance. Ainsi, le montant des contributions des caisses en primauté des prestations dépend de la valeur actuelle des prestations prévues,

calculée à l'aide du taux d'intérêt technique. Avec les engagements de prestations contractés, une caisse en primauté des prestations assume la totalité des risques de placement. Le respect des engagements pris en matière de prestations les expose à une forte pression de résultats et impose des exigences ambitieuses à leur politique et à leur stratégie de placement. Certes, les caisses en primauté des cotisations ne contractent fondamentalement aucun engagement de prestation ; les assurés assument eux-mêmes le risque de placement. Mais même ces caisses doivent respecter l'intérêt minimal prescrit par la loi de 4% sur les bonifications de vieillesse. Cela correspond à un engagement de prestation ordonné par la loi qui a des

répercussions sur la stratégie de placement des caisses en primauté des cotisations.

Bien que cela n'ait pas été dans l'intention du législateur, la prescription concernant le taux d'intérêt minimum peut entraîner une orientation unilatérale de la stratégie de placement des caisses de pension sur cet objectif en matière d'intérêts. Cela risque d'aboutir à des décisions de placement qui ne sont pas optimales à long terme et à une fourniture de prestations insuffisante. L'effet de la prescription sur le taux d'intérêt est encore aggravé par le fait que cet obstacle doit être surmonté année après année, bien que l'échéance de placement des divers assurés puisse aller jusqu'à quarante ans. Aucun investisseur privé ne se comporterait ainsi de sa propre initiative. Au contraire, les investisseurs privés ont l'habitude de s'accommoder du risque des variations de patrimoine et de prendre leurs décisions de consommation et d'investissement intertemporelles en conséquence.

### ..... L'absence de compréhension du risque .....

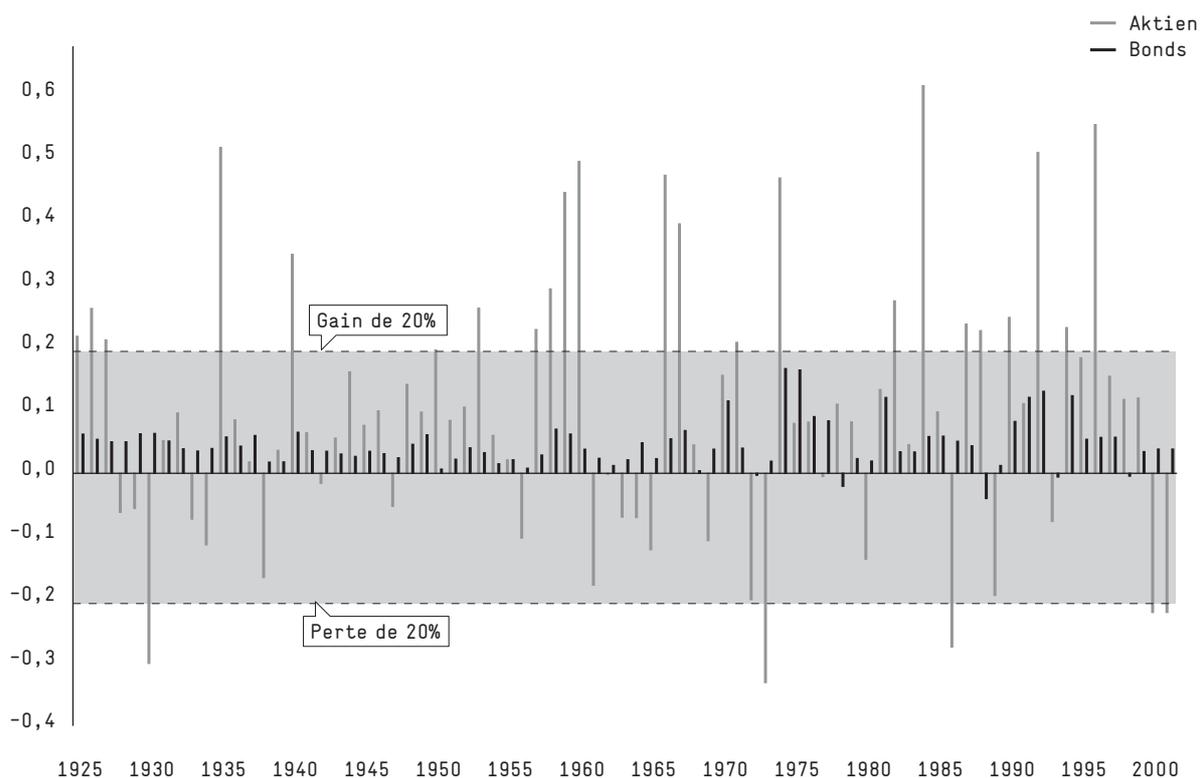
*Les institutions de prévoyance sont par définition des investisseurs dont les échéances de placement sont à long terme. Leur objectif consiste à obtenir une fortune finale aussi élevée que possible pendant la phase d'épargne pour les bénéficiaires des prestations. Cet objectif est entravé à plusieurs égards par la réglementation légale. Conformément aux exigences légales imposées à la sécurité de la fourniture des prestations, le comportement des caisses de pension en matière de placement est directement dirigé par la détermination des catégories de placement admises et par la fixation des quotas de placement. Le but de placement considéré comme*

*supérieur par le législateur, la sécurité, se traduit par ailleurs dans les prescriptions relatives à l'évaluation. Elles aussi constituent pour les caisses de placement des incitations à recourir à des stratégies de placement qui sont inefficaces sur le plan de la théorie des marchés financiers. Sur la base des possibilités de diversification internationales, la méthode de capitalisation est plus efficace dans l'optique de l'affectation des risques que la méthode de répartition qui est limitée au territoire de l'Etat. Cet effet devrait être particulièrement marqué en cas de mobilité élevée des capitaux.*

L'obligation, déjà mentionnée, de verser un intérêt annuel de 4% aboutit à une échéance inappropriée pour la stratégie de placement. Or, dans la méthode de capitalisation, le rendement est exposé aux variations de cours et de prix sur les marchés financiers. Ces variations sont usuellement qualifiées de risque. Pour l'aménagement du système de prévoyance, la définition précise du risque et le choix de la stratégie de risque revêtent une importance essentielle.

Les variations annuelles de l'indice traduisent la tendance accrue à la fluctuation du marché des actions. Dans 4 des 75 périodes annuelles observées, le marché suisse des actions a enregistré une perte de valeur nominale, dans 22 de ces 75 périodes un gain de valeur nominal de 20% ou plus. Dans l'observation historique, les écarts de cours importants sur le marché des actions n'ont donc pas été rares. Les hauts et les bas annuels de l'indice des actions oscillent entre les valeurs extrêmes de +61,4% en 1985 et -33,1% en 1974. Les variations de l'indice suisse des obligations sont allées de +16,6% en 1976 à -4,0% en 1989. En moyenne, la valeur des actions suisses a donc augmenté annuellement de 8,3% en termes nominaux, celle des obligations de 4,5%. Après apurement de l'inflation, cela aboutit pour le marché des actions et

Illustration 2 : Rendements simples 1925-2001 (les valeurs dessinées sont les valeurs extrêmes et les gains et les pertes de 20%)



Sur le plan historique, les variations de cours importantes ne sont pas rares.

Source: Indice Pictet-Rätzer des actions et obligations suisses, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland : an empirical study covering the years since 1925, update 2002.

pour le marché des obligations à des rendements moyens réels (rendements simples, voir illustration 2) de 5,8%, resp. 2,1%.

La volatilité, ou écart type annualisé des rendements d'actions nominaux constants, s'élève à 18,9%, le rendement moyen annualisé correspond à 7,9%. Un écart type de 18,9% signifie qu'environ deux tiers des 75 rendements annuels se trouvent entre 27%

(7,9%+18,9%) et -11,0% (7,9%-18,9%) (tableau 4, page 18).

Les valeurs montrent que les rendements moyens sur le marché des obligations sont d'environ 4 points de pourcentage inférieurs à ceux des actions. Dans le même temps, la volatilité des placements en actions est nettement supérieure à celle des obligations. Cela signifie que le rendement plus élevé des actions est ob-

Tableau 4 : Rendements moyens (constants) et volatilité  
1925-2001

	Obligations		Actions	
	Nominal	réel	Nominal	réel
Rendement Ø	4,4%	2,1%	7,9%	5,6%
Volatilité	3,5%	5,3%	18,9%	19,1%

*Les actions présentent un rendement moyen supérieur aux obligations. En revanche, les rendements des actions présentent des écarts plus importants.*

Source : calculs de l'auteur / Indice Pictet-Rätzer des actions et obligations suisses

tenu moyennant un risque accru. Dans le processus de placement de l'investisseur individuel, la composition du portefeuille est donc fixée à partir de diverses catégories de titres en fonction de la volonté et de la capacité personnelles à courir des risques. Celles-ci changent en fonction de l'échéance, ce qui a à son tour des répercussions sur la composition du portefeuille.

Les chiffres relatifs au marché suisse des actions et des obligations de 1925 à 2001 montrent par ailleurs qu'à la fin de n'importe quelle période de placement de dix ans prise au hasard, on enregistre plus souvent une perte de valeur qu'à la fin d'une période de vingt ans. Sur une échéance de trente ans, prise au hasard, en revanche, les marchés des actions et des obligations n'enregistrent que des augmentations de valeur. Pour dire les choses en termes généraux, les variations du rendement moyen se réduisent au fur et à mesure que la durée du placement s'allonge, mais elles restent considérables et non négligeables (*Illustration 3, p. 19*).

Il en découle une thèse largement répandue, selon laquelle le risque du placement diminue plus l'échéance

du placement est éloignée. Mais les institutions de prévoyance poursuivent un autre objectif, en raison des contraintes imposées par la loi. Leur compréhension du risque est étroitement liée au montant de la fortune finale et de la probabilité de déficit. Cette dernière fournit la probabilité avec laquelle un rendement donné n'est pas atteint ou une limite de perte définie est dépassée. Prenons un exemple explicatif. La question qui se pose est de savoir quelle est la probabilité sur une période de dix ans...

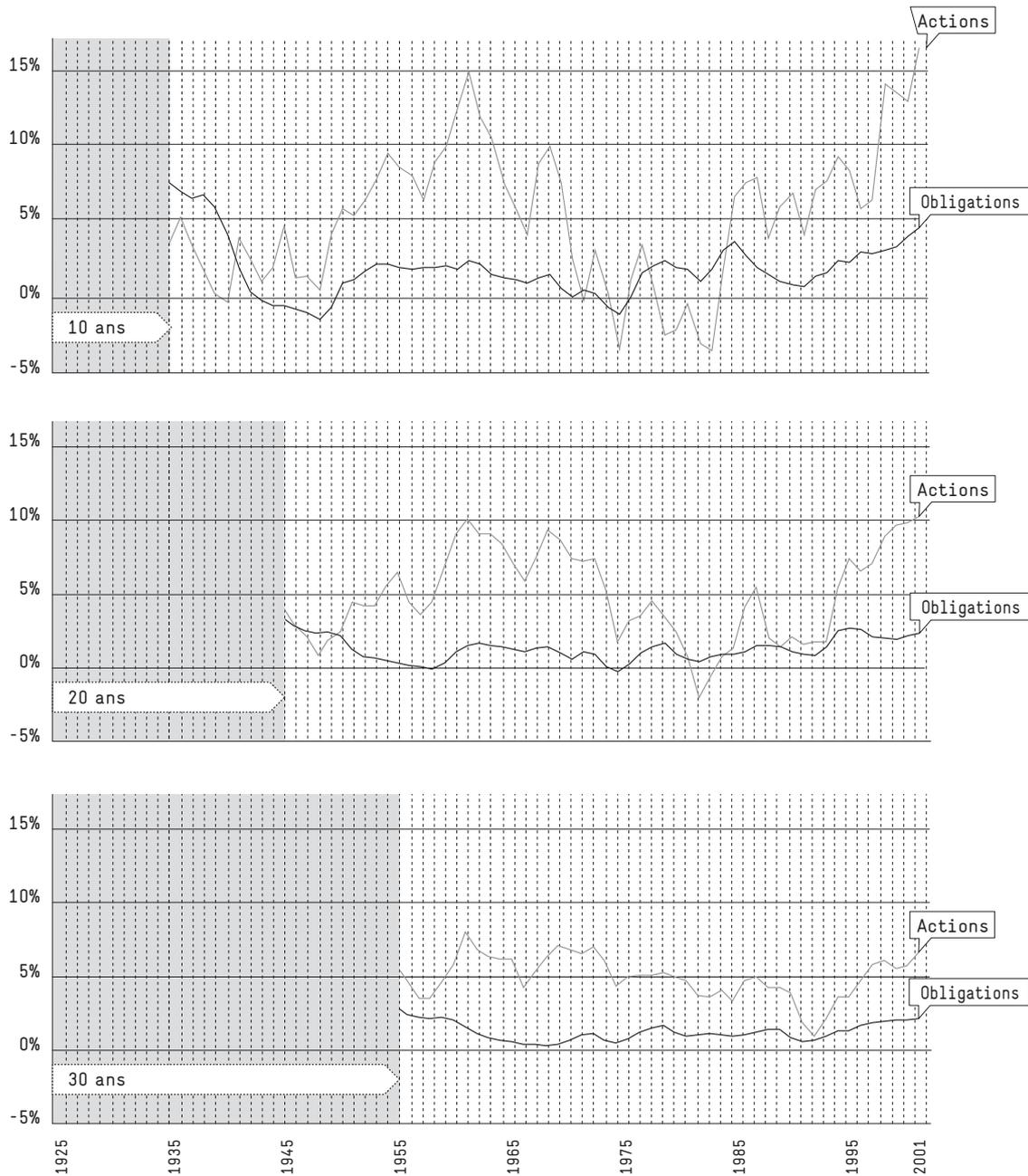
*... qu'un rendement moyen de -5% ne soit pas atteint ?*

*... qu'un rendement de -5% ne soit pas atteint dans au moins une des dix années ?*

Ces deux questions partielles entraînent deux probabilités de déficit différentes. A l'horizon d'un an, les probabilités de déficit résultantes ne divergent pas encore. Mais lorsque l'échéance de placement s'allonge, la probabilité de déficit diminue sensiblement dans le premier cas, alors qu'elle augmente pour le second. Cette dernière question se fonde sur un objectif plus rigoureux que la première. Malgré tout, le danger de ne pas atteindre un rendement minimal donné sur une seule période ne représente pas une définition du risque irréaliste. Les caisses de pension, précisément, ne peuvent pas se concentrer exclusivement sur le long terme. Elles sont tenues de rendre périodiquement des comptes sur leur situation de fortune et d'atteindre certaines valeurs cibles.

On sait que selon la LPP, les caisses de pension doivent pouvoir offrir à tout moment la sécurité pour s'acquitter des engagements qu'elles ont contractés. En d'autres termes : les caisses de pension doivent atteindre la couverture à 100% des valeurs limites prescrites par la loi à tout moment et avec une probabilité de

Illustration 3 : Rendements moyens sur des périodes de placement variables (10, 20 et 30 ans)



Cette illustration présente le rendement annuel moyen à la fin d'une période de placement de 10, 20 et 30 ans. Les écarts des rendements annuels moyens diminuent plus la durée de la période de placement augmente.

Source: Indice Pictet-Rätzer des actions et obligations suisses, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland : an empirical study covering the years since 1925, update 2002

déficit de 0%. Si cette exigence n'est pas respectée, des mesures ciblées doivent être prises pour remédier à l'insuffisance de couverture, puisque les autorités de surveillance ne tolèrent aucun déficit de couverture. De ce fait, l'échéance de placement à long terme pour les institutions de prévoyance est artificiellement raccourcie. Dans le même temps, il est évident que les combinaisons de placements qui en découlent ne correspondent pas aux combinaisons optimales. Pour respecter les prescriptions légales, les institutions de prévoyances doivent investir sans risque la partie de la fortune pertinente pour la couverture. A cette fin, les caisses de pension distinguent entre la fortune liée (nécessaire pour respecter la couverture intégrale des prestations garanties) et la fortune libre. La fortune liée est investie dans des placements dits sûrs, tels qu'obligations et biens immobiliers. La partie libre de la fortune est davantage consacrée à des actions et à des placements étrangers. Mais puisque ni les obligations, ni les biens immobiliers ne sont des placements sans risques, et qu'il est nécessaire de contracter des risques supplémentaires pour atteindre le niveau minimal de 4% d'intérêt alors que le niveau moyen des taux d'intérêt diminue, les exigences légales ne peuvent plus du tout être respectées.

Une autre évolution de risque découle du fait que l'on ne considère pas l'ampleur des variations des rendements annuels moyens ou la probabilité de déficit, mais le degré de fluctuation du rendement global réalisé à la fin de la période. Les caisses de pension doivent obligatoirement se fonder aussi sur ce risque, puisqu'elles garantissent à l'avance un certain niveau de rentes. Si l'on mesure non pas la marge de fluctuation des rendements moyens, mais l'écart type cumulé, le risque du placement augmente avec l'échéance. En d'autres termes : la dispersion de la valeur de la fortune finale augmente.

## Une garantie de revenu qui coûte cher

*Les risques de revenu individuels peuvent être couverts par le système des assurances privées, mais ce n'est pas le cas des risques de revenu agrégés. Le transfert d'une structure d'assurance adaptée aux risques individuels à l'ensemble de la population, donc à un risque collectif, constitue un défaut de construction fondamental du 2ème pilier. Un système de prévoyance dont la capacité de performance tient de manière prédominante aux rendements du marché financier est toujours grevé de risques. Ni les entreprises qui le co-financent, ni l'Etat ne peuvent contracter des garanties de revenus à long terme qui ne soient pas fondées sur le marché des capitaux. De ce fait, le bénéficiaire des prestations reste en dernière instance celui qui assume les risques du système. Par rapport aux systèmes de répartition, les systèmes de capitalisation sont complexes, souvent peu transparents et éventuellement plus chers.*

Le système actuel du 2ème pilier présente un dilemme insurmontable : il est axé sur une garantie de revenu aux personnes âgées. A cet égard, les prestations de rentes sont très souvent versées sous forme de pourcentage du dernier salaire perçu avant le départ à la retraite (primauté des prestations). Dans un système dont le potentiel de prestations repose à raison d'environ deux tiers sur le produit des capitaux, la garantie constitue une composante extrêmement étrangère au marché des capitaux. Si l'on considère la garantie du revenu des personnes âgées comme un objectif souhaitable de la prévoyance, une méthode de répartition serait théoriquement supérieure à une méthode de capitalisation.

La stratégie de placement correcte devrait bien plutôt être axée sur une garantie des plans de consommatio-

on que l'on veut satisfaire dans sa vieillesse. En effet, les individus peu enclins à prendre des risques restreignent leur consommation selon le degré de leur aversion aux risques, et protègent ainsi leurs plans de consommation contre les variations de leur revenu. Ils choisissent leurs plans de consommation de manière à ne pas avoir à les réviser avec le temps, si possible.

Ce qui semble être une argutie scientifique a des implications manifestes sur l'agencement du système. Les individus sont parfaitement à même de transformer les risques de revenus en risques de consommation tolérables. Des revenus garantis non seulement freinent ce comportement de protection naturel, mais encore donnent un faux sentiment de sécurité qui aboutit à de fausses incitations, par exemple à une forte consommation dans la vie professionnelle.

En dernière analyse, les risques de revenus et de consommation ne peuvent être assumés et protégés que de manière décentralisée – par le biais de la planification individuelle du cycle de vie : par des décisions individuelles d'épargne et de consommation, soutenues par les mécanismes traditionnels d'allocation tels que contrats (protection contre les licenciements), assurances (soutien en cas de chômage), altruisme (soutien d'intérêt public), etc. Pour cette raison, il conviendrait de concevoir le système de prévoyance comme un système d'allocation des risques individuels de revenus et de consommation. Il s'agit là d'une différence considérable par rapport à l'allocation collective des risques actuariels typiques (invalidité, décès).

Or, la plupart des systèmes de prévoyance – y compris celui de la Suisse – reposent justement sur ces principes de construction actuariels. L'approche ac-

tuarielle étroite qui part d'une « couverture courante » d'un stock de capital accumulé sur plusieurs décennies, est extrêmement inefficace sous l'angle de l'allocation des risques macroéconomique.

La théorie moderne des marchés financiers montre par ailleurs que pour un individu hostile au risque, il ne vaut jamais la peine de renoncer totalement aux fluctuations de revenus – indépendamment du fait qu'une telle protection n'est simplement pas possible. Les placements sans risques exigent toujours la spécification d'une échéance précise, ce qui est impossible, ou du moins très compliqué, dans le domaine de la prévoyance. En outre, les placements sans risques (placements à terme fixe) ne sont pas du tout disponibles sur des échéances éloignées.

## ..... Mobilité et autodétermination .....

*Lorsque des risques individuels de revenus et de consommation sont inévitables dans la vieillesse, chaque individu doit avoir la possibilité de participer au processus sous sa responsabilité propre. La liberté de choix et la concurrence constituent donc des éléments indispensables d'un système de prévoyance reposant sur la capitalisation. L'expérience a montré qu'un réseau de sûreté de l'Etat aboutit non seulement à des incitations de comportement négatives, mais aussi à un appareil bureaucratique inextricable de règles et de procédures, de restrictions, de redistribution des risques, de subventions croisées, de frictions et donc à une allocation inefficace des ressources macroéconomiques.*

Les assurés qui quittent l'institution de prévoyance avant l'exigibilité des prestations ont droit à des pre-

stations de sortie, conformément à la loi sur les prestations de libre-passage. Les droits et devoirs minimum des institutions de prévoyance et des assurés en cas d'entrée et de sortie sont régis de manière précise, étant entendu que les modes de calcul des prestations de sortie pour les caisses en primauté des cotisations sont fixés séparément de ceux applicables aux caisses en primauté des prestations. Dans une caisse en primauté des cotisations, la prétention découle des contributions versées par le travailleur et l'employeur, intérêts compris. Sur la base des composantes de redistribution présentes dans les caisses en primauté des prestations, qui entraînent une inégalité entre la cotisation versée et la bonification de vieillesse, le droit se calcule ici d'après la valeur actuelle des prestations acquises. Pour le domaine obligatoire de la prévoyance professionnelle, il existe un libre-passage intégral. Dans le cadre des prestations extra-obligatoires également, le degré de libre-passage est élevé dans le système suisse par comparaison à ce qui se fait à l'étranger.

En revanche, le problème de la propriété non éclaircie des réserves de fluctuation des risques demeure. L'absence de possibilité de transfert de ces réserves de fluctuation signifie un transfert de fortune substantiel des personnes mobiles aux personnes qui ne le sont pas. Les effets sur l'ensemble de l'économie sont considérables. Chaque année, près de 0,5 millions de travailleurs changent d'emploi et donc de caisse de pension. Le changement de poste se fait, selon toute hypothèse, au bout de 10 ans en moyenne. Par ailleurs, on suppose que 40% de ces travailleurs, soit 200.000 personnes, appartiennent à une caisse en primauté des prestations. Pour finir, on suppose un rendement moyen du portefeuille conforme à la LPP de 7%. Si l'on part d'un revenu moyen de chf 60.000, les versements annuels moyens des employeurs et des travailleurs (de 8% chacun) s'élèvent à environ chf

10.000. Du fait que ce n'est pas le rendement total de 7%, mais seulement l'intérêt technique de 4% qui est versé à la nouvelle caisse de pension, le capital de libre-passage ne s'élève pas aux 138% effectifs, mais seulement à 120%. Cela signifie pour chaque travailleur un déficit de près de chf 18.000, soit un montant total d'environ chf 3,5 milliards, qui est soustrait chaque année aux travailleurs mobiles pour être crédité aux travailleurs immobiles.

.....  
La garantie de l'Etat encourage le risque moral  
.....

*Pour des considérations d'efficacité économique, les interventions de l'Etat devraient être limitées aux domaines où des solutions relevant de l'économie privée ne sont pas possibles, pas complètes, inefficaces (au sens du transfert des risques) ou intolérables sur le plan des coûts. L'octroi de garanties est lié à des incitations négatives pour le destinataire. La valeur d'une garantie augmente donc avec l'augmentation du risque sous-jacent. De ce fait, le destinataire de la garantie n'a aucune incitation à limiter ce risque. Un réseau supplétif pour les prétentions de prévoyance mises en danger par une faillite est compréhensible sur le plan de la politique sociale. En revanche, il convient de s'abstenir de couvrir les pertes issues d'une politique de placement trop risquée.*

Les réseaux de sécurité de l'Etat ont pour effet secondaire qu'ils récompensent toujours les comportements risqués parce qu'ils en atténuent les conséquences. Des considérations de politique sociale peuvent justifier que l'Etat assume un tel effet jusqu'à un certain degré afin de protéger les individus

contre la perte de leurs droits à prestations. Mais il n'est pas raisonnable de prémunir les institutions de prévoyance contre les conséquences négatives de décisions de placement erronées.

Néanmoins, par exemple, les prestations des institutions de prévoyance insolvables sont garanties par un fonds de garantie. La garantie porte sur les prestations minimales légales ainsi que sur une partie des prestations sur-obligatoires. Par ailleurs, le fonds de garantie verse également des subventions aux institutions de prévoyance qui présentent une structure d'âge défavorable. Chaque caisse de pension enregistrée doit adhérer au fonds de garantie et doit verser des contributions dans le cadre du total des salaires coordonnés de ses assurés. Comme tout système de garanties, le fonds de garantie est lui aussi confronté au problème du risque moral. On entend par ce terme l'incitation à courir des risques accrus, en raison de l'existence de l'assurance contre l'insolvabilité,; la probabilité de l'insolvabilité s'en trouve accrue.

Un avantage important de la capitalisation par rapport à un système de répartition tient à ce qu'elle peut être organisée d'une manière relevant exclusivement de l'économie privée et donc de façon décentralisée, puisqu'elle ne nécessite aucune réalisation par l'Etat d'un contrat entre les générations. Malgré tout, on constate un important engagement public dans le cadre du 2ème pilier. La pression visant à céder les risques au secteur public en est ainsi renforcée.

## 03 Conclusions

### Le long chemin vers une structure efficiente

Le chemin entre la première révision de la LPP et le remaniement complet de la prévoyance professionnelle est long. C'est pourquoi il importe de prendre la bonne direction dès aujourd'hui. Comme certains principes fondamentaux de l'interaction entre le système de prévoyance et les marchés financiers sont encore méconnus, voire négligés, il est indispensable de procéder à une analyse économique du système en vigueur. Ceux qui débattent de ce système, que ce soit pour des raisons politiques ou économiques, ne peuvent échapper à ces considérations.

En outre, la situation de la prévoyance professionnelle va s'aggraver à cause de l'évolution démographique. Comparée à la lenteur des décisions politiques, cette détérioration sera extrêmement rapide, c'est-à-dire qu'elle ne touchera pas seulement les générations futures, mais qu'elle concerne également la nôtre. Il ne faut donc pas perdre de vue les arguments fournis par l'analyse économique et prendre de toute urgence les mesures de réforme qui s'imposent. Ces arguments et les étapes de la réforme peuvent être résumés de la façon suivante :

- Contrairement à l'opinion la plus répandue, la prévoyance professionnelle est elle aussi touchée par l'évolution démographique. Car ce n'est pas seulement l'espérance de vie plus élevée, mais aussi la diminution du nombre d'enfants par femme, qui vont mettre en danger la situation économique d'un grand nombre de caisses de pension. Certes, les caisses sont encore en phase d'accumulation. Mais cela va changer lorsque les dernières tranches de la génération du baby boom prendront leur retraite. Le développement de la prévoyance professionnelle ne repose pas seulement sur des prévisions démographiques,

mais aussi sur des hypothèses relatives aux marchés financiers. Ces derniers sont complètement ignorés dans le débat sur les réformes. Il convient d'y remédier.

- Si l'on appliquait aux caisses de pension les principes actuariels d'une assurance avec garantie de revenu, alors elles seraient soumises aux mêmes conditions cadre que le 1er pilier, élaboré selon un système de répartition proportionnelle. Les différences économiques entre les deux systèmes ne seraient pas aussi grandes qu'on le suppose généralement.
- Les caisses de pension devraient exploiter l'horizon à long terme des investissements en capital et devraient pouvoir renoncer aux objectifs de rendement à court terme et à la mesure des performances. Cela implique de profiter au maximum des avantages de la diversification offerts par les actions.
- Si l'on part du point de vue que les risques liés au revenu et à la consommation sont inévitables avec l'âge, cela signifie également, qu'il devrait être possible aux salariés de collaborer au processus et d'en être co-responsable. La liberté de choix et la concurrence sont les éléments indispensables à un système de prévoyance reposant sur la couverture capitalisée. Chacun devrait pouvoir décider lui-même des risques liés au revenu et à la consommation qu'il est prêt à assumer selon ses propres estimations, son style de vie (et de consommation) et ses capacités financières, pendant les différents cycles de sa vie, et donc également pendant la retraite.
- Il n'y a aucune raison de penser que les citoyens et citoyennes ne seraient pas en mesure d'assurer eux-mêmes la planification financière de leurs vieux jours. Si le libre choix existe, des produits adéquats (fonds correspondant aux cycles de vie, assurances-

vie, etc.), des conseils appropriés, un système de notation des produits, etc. seront proposés à des conditions compétitives.

- Une plus grande indépendance des caisses de pension et une concurrence accrue s'accompagneront à plus ou moins brève échéance d'une meilleure efficacité du système de caisses en Suisse. Au vu d'un volume d'investissements s'élevant à environ chf 500 milliards, le potentiel d'amélioration est non négligeable.
- Depuis 1985, la prévoyance professionnelle se trouve dans un mouvement de concentration continu. Le nombre d'institutions de prévoyance a diminué de presque 35 %, en passant de 13'689 à 9'000, entre 1992 et 2000. Mais par rapport à la concentration mondiale prévalant dans la gestion des capitaux détenus par les fonds, ce nombre reste encore très élevé. La voie que doit emprunter la prévoyance professionnelle suisse est ainsi toute tracée. Car dans un débat sur l'efficacité, motivé par des arguments économiques, l'aspect du coût ne peut être exclu lorsqu'il s'agit d'évaluer un système.
- Les promesses de prestations des caisses de pension sont exagérées au vu des risques dont il faut tenir compte lors de placements sur les marchés financiers. Ces promesses ne pouvant être tenues, la couverture des trous de financement éventuels est ainsi répercutée sur les générations futures.
- La loi sur le libre passage laisse ouverte la question de la répartition de la fortune liée aux réserves variables. Etant donné que les besoins de la population active changent, un libre passage pour les réserves variables s'impose également.
- Le système de caisses de pension en Suisse est com-

plexe et manque de transparence. Ce défaut de transparence concerne l'évaluation des placements, le calcul des rendements ainsi que les stratégies d'investissements. Le législateur doit veiller à ce que les besoins en information des bénéficiaires des prestations soient mieux satisfaits.

- Les bénéficiaires subissent de fortes pertes par manque d'efficacité du système de prévoyance actuel. Cela tient aux éléments suivants, tels que ...

*...les coûts directs de gestion de fortune*

*...les frais administratifs des caisses*

*...les frictions (et les effets de la redistribution de la fortune) qui se produisent lors d'un changement de caisse, d'une entrée ou d'une sortie*

*...les frictions imputables au marché du travail*

*...le manque de professionnalisme lors du placement d'un capital, p.ex. pertes dues à un manque d'efficacité de la stratégie d'investissements, possibilités de diversification non-exploitées ou stratégies à courte vue*

*...les restrictions régulatrices inadéquates ayant pour conséquence une vision à court terme lors de la mise en œuvre de la stratégie d'investissement.*

- L'Etat s'engage à différents niveaux dans la prévoyance professionnelle :

*...Il définit les structures (libre choix, concurrence, surveillance, etc.).*

*...Il définit les garanties (taux d'intérêt minimum).  
- Il prépare des filets de sécurité (fonds de garantie, assurance-capital).*

*...Il édicte les prescriptions relatives aux placements.*

*...Il met lui-même à disposition des institutions de prévoyance (organismes de droit public).*

Ces rôles joués par l'Etat posent divers problèmes et provoquent des conflits d'intérêt qu'il faut examiner d'un œil critique. Ainsi les efforts de libéralisation ou de renforcement de la responsabilité personnelle restent sans effet si, implicitement ou explicitement, il subsiste une garantie de l'Etat. En font partie p. ex. les prestations de garantie de l'Etat à l'égard de caisses dont le capital est insuffisant. Ces dernières années, on a même envisagé la possibilité d'augmenter le champ d'application des fonds de garantie, au lieu de limiter l'influence de l'Etat.

Certes, il faut en convenir, le moment est mal choisi pour discuter des réformes en cours, puisqu'en raison de l'insécurité politique et économique actuelle, des voix d'élèvent pour réclamer à l'Etat la protection de certaines prétentions. Le monde politique n'éprouve pas spécialement le besoin de se pencher aujourd'hui sur des problèmes qui surgiront dans un avenir lointain. La complexité et le manque de transparence de la LPP créent une demande considérable de conseillers et experts qui représentent à leur tour un puissant lobby en faveur de la continuation du système de prévoyance actuel.

Les problèmes, les faiblesses et l'inefficacité d'un système de prévoyance ont inévitablement des retombées sur les bénéficiaires des prestations ou les contribuables. L'assainissement partiel d'une caisse de pension (en Suisse cela se fait p.ex. par le biais d'une réduction du taux d'intérêt technique) est supporté en principe de façon paritaire par l'employeur et l'employé, mais seulement pour autant que l'entreprise soit solvable. En cas de faillite d'une société, c'est l'employé qui encourt tous les risques, surtout si les ressources du fonds de garantie sont épuisées ou inaccessibles.

