

L'épargne retraite aux États-Unis*

Un état des lieux des dispositifs d'épargne retraite en vigueur aux États-Unis permet de souligner les principales tendances existantes depuis deux décennies. Cette analyse met l'accent sur les problèmes rencontrés récemment par les fonds de pension à prestations définies du secteur privé, dans le sillage du dégonflement de la bulle boursière, ainsi que sur l'efficacité de l'allocation d'actifs dans les fonds à cotisations définies et les dispositifs d'épargne retraite individuelle.

Fabrice Pansard
Responsable du
département des études
Autorité des marchés financiers

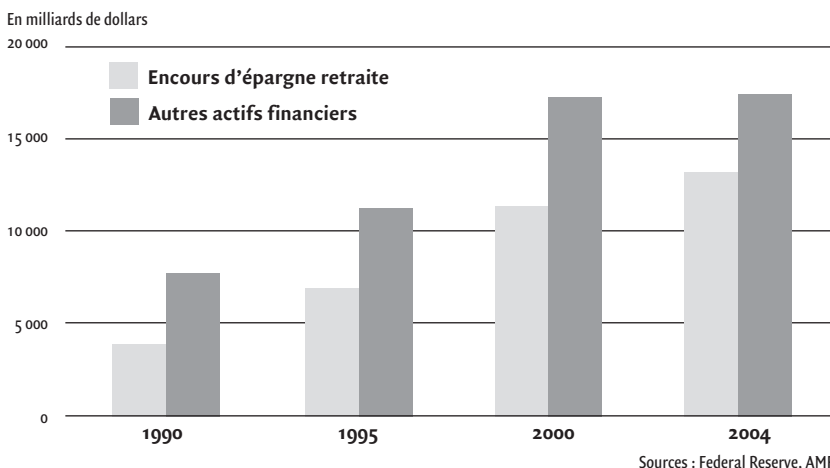


■ Les années quatre-vingt-dix sont allées de pair avec une progression importante des patrimoines financiers des ménages aux États-Unis. Dans ce mouvement d'ensemble, l'épargne retraite a été l'élément le plus dynamique. En 2004, les montants détenus par les ménages à travers des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite individuelle s'élevaient à 13 117 milliards de dollars (43 % du patrimoine financier, *graphique 1*), soit une progression de 9 % par an en moyenne depuis 1990. La composition de cette épargne retraite s'est sensiblement modifiée (*tableau 2*). Au sein de la sphère des fonds de pension d'entreprise, les dispo-

sitifs de type cotisations définies se substituent à ceux à prestations définies. L'origine de ce mouvement remonte à la loi Erisa¹ de 1974, qui s'est traduite par un durcissement de la réglementation des fonds de pension à prestations définies (reconnaissance juridique de la responsabilité des *trustees*, mise en place d'une assurance des pensions de retraite, avec la création du *Pension Benefits Guaranty Corporation* – PBGC). De plus, la plus grande mobilité professionnelle a contribué à limiter l'attrait pour les salariés de dispositifs de retraite dont le bénéfice est croissant avec l'ancienneté dans l'entreprise, comme dans le cas des fonds à prestations définies.

Le second changement majeur est la montée en puissance des plans d'épargne retraite individuelle. Il trouve également son origine dans la mise en œuvre de la loi Erisa. L'administration américaine, soucieuse de fournir à chaque individu les dispositifs nécessaires à la couverture du risque retraite, a créé les *Individual Retirement Accounts* (IRA). Bénéficiant d'incitations fiscales, ils ont comme premier objectif de fournir aux individus non couverts par des régimes d'entreprise les moyens de se constituer un capital retraite. Le second objectif est d'assurer, pour les individus déjà détenteurs d'un plan de retraite d'entreprise, une continuité de ce plan en cas de départ de l'entreprise (à travers une opération de transfert des fonds accumulés, qualifiée de *rollover*). L'encours des IRA a considérablement augmenté pendant les années quatre-vingt-dix. En 2004, ils représentaient plus du quart du marché de l'épargne retraite avec un encours évalué à 3 475 milliards de dollars.

1. Patrimoine financier des ménages aux États-Unis



Un premier défi : pérenniser les fonds de pension à prestations définies dans le secteur privé

Les retraites sont la source de débats importants aux États-Unis. La première zone d'ombre concerne l'équilibre financier des fonds de pension à prestations définies. La chute des marchés

d'actions au début des années deux mille et le recul important des taux d'intérêt ont entraîné une détérioration sans précédent des situations financières des fonds de nombreuses entreprises. D'après les estimations disponibles, en 2004, le montant total du sous-provisionnement atteignait 450 milliards de dollars. Parallèlement, la fermeture de certains fonds de pension insuffisamment provisionnés exerce des tensions sur le Pension Benefits Guaranty Corporation.

Il se dégage un certain consensus sur les raisons de l'apparition de tels problèmes. En premier lieu, la possibilité d'évaluer les portefeuilles d'actifs et les engagements en prenant pour référence des prix déconnectés des conditions de marché a abouti à l'élaboration de bilans non représentatifs de l'état effectif du fonds. Ensuite, les dispositifs mis en place afin d'assurer la recapitalisation du fonds de pension sont insuffisants. Ainsi, lorsque le fonds est correctement provisionné en début d'année mais que les actifs subissent une dépréciation, les contributions à apporter pour compenser la dévalorisation des actifs sont étalées sur une longue période. De la même manière, pour les fonds sous-provisionnés, les contributions sont évaluées de telle façon que l'insuffisance d'actifs ne soit résorbée qu'à un horizon de moyen/long terme. Ces règles se sont traduites par une déconnexion assez forte entre l'état financier des fonds de pension au début des années 2000 et le montant très faible des contributions opérées par les sponsors (cf. le cas des compagnies aériennes).

L'administration américaine a réagi au début de l'année 2005 avec un jeu de propositions². Leur philosophie consiste à introduire dans le calcul de la valeur du portefeuille d'actifs et des engage-

ments une plus grande dépendance aux conditions contemporaines de marché. La possibilité de prendre en compte des prix d'actifs "lissés" sur plusieurs années serait ainsi éliminée. Ce premier jeu de réformes serait complété par une accélération du processus de refinancement en cas de situation de sous-provisionnement, et ceci afin d'éviter que des situations de déficits ne se pérennisent.

Un second défi : améliorer l'allocation d'actifs au sein des plans d'épargne retraite

Une seconde source d'inquiétude porte sur le risque assumé par les ménages au sein des fonds de pension à cotisations définies et sur la qualité des allocations d'actifs individuelles. La littérature académique tend à montrer l'incapacité des ménages à réaliser des choix en cohérence avec les principes élémentaires de gestion de portefeuille. Les portefeuilles sont souvent mal diversifiés et composés d'actifs inappropriés à l'horizon de l'épargnant. Une illustration en est le choix concernant la détention de titres maison au sein des plans d'épargne salariale 401(k). L'Institute of Management and Administration rapporte, par exemple, que les titres maison représentaient en 2001 près de 95 % des actifs des plans 401(k) chez Procter & Gamble, 90,2 % chez Abbott Laboratories, ou encore 81,5 % chez Coca-Cola.

Les informations disponibles portant sur les motivations de l'actionnariat salarié sont instructives quant à la manière qu'ont la majorité des individus d'appréhender leur politique d'investissement³. Tout d'abord, les salariés ne perçoivent pas le risque effectif découlant de la détention massive de titres de l'entreprise qui les emploie qui, au-delà du risque de portefeuille, induit une corrélation entre risque sur le revenu du

travail et risque financier. Ensuite, les salariés investissent d'autant plus dans les titres de leur entreprise que la performance boursière passée du titre a été importante, partant implicitement du principe selon lequel le passé préjuge nécessairement du futur. Enfin, ce biais est renforcé par un effet d'entraînement (*endorsement effect*) provenant du comportement des employeurs. Lorsque l'abondement de l'employeur au plan d'épargne se fait sous forme de titres plutôt que de cash, les salariés tendent à interpréter ce choix comme un signal d'achat et à investir plus massivement en titres maison, accentuant en cela le mouvement initié par l'entreprise.

À l'évidence, la réglementation des fonds de pension du point de vue de l'allocation d'actifs constituera à l'avenir un chantier important. Les solutions envisagées pour entraîner une composition plus rationnelle des portefeuilles pourraient être, d'une part de rendre l'actionnariat en titres maison moins attractif, tant pour l'employeur que pour les employés, d'autre part de favoriser la mise en place d'une option d'investissement par défaut, qui permettrait de libérer les salariés de la responsabilité de réaliser eux-mêmes leur choix de portefeuille. L'option par défaut pourrait consister par exemple en un investissement dans un fonds profilé cycle de vie, modulant mécaniquement la détention d'actions en fonction de l'âge du souscripteur⁴. ●

* Cet article reprend des éléments d'une étude publiée dans le numéro d'hiver 2005 de la Lettre économique et financière de l'AMF et intitulée "Un état des lieux de l'épargne retraite aux États-Unis".

1. *Employee Retirement Income Security Act.*
2. Cf. US Department of Labor (2005): "Strengthen Funding for Single-Employer Pension Plans", February 7.
3. Cf. Munnell A. H., et Sunden A. (2002): "401(k)s and company stock: how can we encourage diversification?", Issue in Brief, Center for Retirement Research, Boston College, July, n° 9. Cf. également Benartzi S. (2001): "Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock", *Journal of Finance*, LVI, October.
4. Voir en particulier Gale W.G., Iwry J.M., Munnell A.H. and Thaler R.H. (2004): "Improving 401(k) investment performance", Issue in Brief, Center for Retirement Research, Boston College, December, n° 26.

2. Composition de l'épargne retraite

(en % des encours)

	1990	2004
Annuités*	13,7	12,3
IRA (Individual Retirement Accounts)	16,5	26,5
Fonds de pension à cotisations définies du secteur privé (plan 401 (k), etc.)	18,8	20,3
Fonds de pension à prestations définies du secteur privé	23,3	13,8
Fonds de pension du secteur privé	27,7	27,1

* Hors détention dans le cadre des IRA.

Sources : Federal Reserve, AMF.