

LE MARCHÉ DES FONDS DE PENSION AU PORTUGAL

MARIA TERESA MEDEIROS GARCIA^{*,**}
(TECHNICAL UNIVERSITY OF LISBON)

RESUME:

Comme beaucoup d'autres pays européens, le Portugal a engagé des réformes de son système de retraite dans le but de fournir aux futurs retraités un revenu de remplacement suffisant tout en conciliant un juste équilibre entre les différents régimes. L'introduction de compléments par capitalisation a été une de ces réformes. Cet article présente les concepts fondamentaux tout comme les déterminants de l'évolution des fonds de pension. Ce faisant, l'article fournit une caractérisation détaillée et essaie d'évaluer l'impact du vieillissement sur l'avenir du marché des fonds de pension au Portugal.

ABSTRACT:

Similar to other European countries, Portugal has taken reforms on its retirement system in order to ensure an adequate income replacement rate to future beneficiaries, guarantying a fair balance between different regimes. The development of funded private pensions as a complement to public schemes is one of these reforms. The paper presents the fundamental concepts as well as the determinants of evolution of pension funds. Additionally, the paper gives a detailed characterization and analyses the ageing impact on pension funds market in Portugal.

JEL CLASSIFICATION: G23, G28, J26.

MOTS-CLES: fonds de pension, vieillissement.

KEYWORDS: pension funds, ageing.

* Je tiens à remercier les relecteurs anonymes pour leurs conseils et commentaires dans la phase préparatoire de cet article. Toutes erreurs ou omissions restantes me sont pleinement imputables.

** School of Economics and Management, Technical University of Lisbon, Lisbon, Portugal. Rua Miguel Lupi, 20, 1249-078 Lisbon, Portugal. Tel.: +351 213925993; fax: +351 213922808. E-mail: mtgarcia@iseg.utl.pt (M.T.M. Garcia).

INTRODUCTION

Les pays d'Europe occidentale et plusieurs autres d'Europe de l'Est auront à relever des défis d'ampleur considérable liés aux conséquences économiques et sociales de l'augmentation de l'espérance de vie et renforcés par l'arrivée à l'âge de la retraite des générations du baby-boom, et ceci quelles que soient leurs différences en termes de dynamisme démographique ou de système de retraite. Donc, l'avenir du modèle social européen est confronté à des contraintes (mondialisation, évolution démographique, changement technologique, concurrence fiscale) difficiles à surmonter (Magnin, 2009). Les réformes des systèmes de retraite déjà en cours ont quelques points de convergence: relèvement de l'âge de départ à la retraite, création de fonds de réserve et introduction de compléments par capitalisation (World Bank, 1994, 2001). L'accroissement du poids financier pris par les fonds de pension de pays de l'OCDE est spectaculaire (OCDE, 2008). Cependant, la crise financière actuelle a porté un coup sérieux aux systèmes de pensions privées. Entre les mois de janvier et octobre de l'année 2008, les pensions privées de la zone OCDE ont enregistré des pertes de près de 20% de leurs capitaux (équivalent à 5 000 milliards USD) (OCDE, 2008).

Les fonds de pension au Portugal existent depuis 1985. Leur croissance a été très significative si l'on considère certains indicateurs de marché et de gestion. En effet, on a assisté à la tendance de donner plus de poids aux régimes complémentaires privés préfinancés au détriment des retraites publiques par répartition dans le système global.

Cet article présente, dans un premier temps, les concepts fondamentaux tout comme les déterminants de l'évolution du marché des fonds de pension. Ce faisant, l'article fournit une caractérisation détaillée des plans et des fonds de pension au Portugal. Dans un second temps, l'article essaie d'évaluer l'impact de l'évolution démographique sur le marché des fonds de pension au Portugal.

1. CONCEPTS FONDAMENTAUX

La quantité de diplômes légaux publiés dans cette période de vingt-sept ans est considérable et a essayé d'accompagner les nécessités des entités gestionnaires et les préoccupations des différents intervenants. L'évolution du cadre légal est faite de façon détaillée dans Garcia (2004). Cette partie fait la description des concepts fondamentaux.

1.1. PLANS DE PENSION

Les plans de pension sont réglementés par des programmes fixant les conditions donnant droit à une pension en cas de préretraite, de retraite anticipée, de vieillesse, d'invalidité ou de survie, dans les termes dans lesquels ces concepts sont définis dans le plan respectif. Les plans de pension peuvent revêtir la nature de régimes professionnels complémentaires.

Les associés sont des personnes collectives (entreprises/employeurs ou sponsors) dont les plans de pension font l'objet d'un financement par un fonds de pension.

Les participants ou souscripteurs sont des personnes singulières. Ce sont les salariés en activité dans l'entreprise, les salariés passés ayant acquis des droits de pension et les bénéficiaires des prestations de retraite (en droit direct pour les anciens salariés ou en droit dérivé pour leur conjoint bénéficiant de pension de réversion). L'affiliation au plan de pension est souvent (mais pas obligatoirement, même si la réglementation l'encourage) conditionnelle au recrutement et au maintien dans l'emploi. Les participants avec des droits acquis sont ceux qui maintiennent le droit aux prestations consignées dans le plan de pension selon les règles qui y sont définies, indépendamment de la préservation ou de la cessation du lien existant avec l'associé.

Les contributeurs sont des personnes singulières qui contribuent au fonds ou des personnes collectives qui font des cotisations nominatives en faveur des participants.

Les bénéficiaires sont des personnes singulières ayant droit aux bénéfices décrits dans le plan de pension, ayant eu, ou non, des participants.

Considérant le type des garanties établies, les plans de pension peuvent être classifiés comme:

- plans à prestations définies, quand les prestations sont préalablement définies et les cotisations sont calculées de façon à garantir le paiement des prestations;
- plans à cotisations définies, quand les cotisations sont préalablement définies et les prestations sont déterminées en fonction du montant des cotisations livrées et des rendements respectifs accumulés;
- plans mixtes ou hybrides, quand les caractéristiques des plans à prestations définies et des plans à cotisations définies sont conjuguées.

Par rapport à la sécurité sociale, un plan de prestation définie peut être classifié comme:

- complémentaire intégré, si les montants établis sont un complément à la pension de la sécurité sociale, où

$$PP=PT-PSS \text{ ou } PP=\%PSS, \text{ avec}$$

PT= pension totale à recevoir par le bénéficiaire,

PP= pension attribuée par le plan,

PSS= pension de la sécurité sociale;

- complémentaire non-intégré, s'il existe une limite supérieure du type $PT=PP+PSS=\% \text{ salaire final}$;
- indépendant, si les valeurs garanties ne dépendent pas de la pension de la sécurité sociale.

Finalement, si l'on considère la forme de financement, on peut classer les plans de pension comme: plans contributifs – quand il existe des contributions des participants; et plans non-contributifs – quand le plan est financé exclusivement par l'associé.

1.2. FONDS DE PENSION

Les fonds de pension sont des patrimoines exclusivement affectés à la réalisation d'un ou plusieurs plans de pension. Les fonds de pension peuvent avoir deux formes:

- fonds fermé, quand il se rapporte à un associé ou, dans le cas où il y en a plusieurs, quand il y a un lien avec l'entreprise de nature associative, professionnelle ou sociale nécessaire pour l'inclusion de nouveaux associés;
- fonds ouvert, quand il n'y a pas l'exigence d'un lien entre les différents adhérents au fonds et l'adhésion au fonds dépend uniquement de l'acceptation par l'entité gestionnaire¹.

L'autorisation pour la constitution de fonds de pension est de la compétence de l'ISP². Les fonds de pension épargne-retraite et les fonds de pension épargne-actions, sont classifiés comme fonds ouverts auxquels il est seulement permis l'adhésion individuelle. Ils sont donc des fonds de pension individuels.

1.3. ENTITES DE GESTION

Dans la gestion des plans et des fonds de pension interviennent directement les entités de gestion et l'autorité de supervision, l'ISP. L'ISP est l'autorité de contrôle des assurances et des fonds de pension du Portugal. Il est chargé de faire l'accompagnement et la supervision de ces fonds.

Les fonds de pension peuvent être gérés soit par des sociétés constituées exclusivement pour ce but, désignées par des sociétés gestionnaires, soit par des entreprises d'assurance-vie. L'entité gestionnaire réalise tous les actes en nom et par compte commun des associés, participants, contributeurs et bénéficiaires. Dans sa qualité d'administratrice du fonds et de son représentant légal, elle peut négocier des valeurs mobilières ou immobilières, faire des dépôts bancaires et exercer tous les droits ou pratiquer tous les actes qui soient, directement ou indirectement, rapportés au patrimoine du fonds. Une entité de gestion peut gérer un ou plusieurs fonds de pension et les fonds de pension fermés peuvent être gérés par plus d'une entité gestionnaire.

¹ Ces fonds peuvent être constitués par initiative de n'importe quelle entité autorisée à gérer des fonds de pension; la valeur nette globale est divisée en unités de participation, entières ou fractionnées, pouvant être représentées par certificats.

² Instituto de Seguros de Portugal.

L'ISP publie deux documents: "Estatísticas de Fundos de Pensões" (appelé "Boletim de Fundos de Pensões" jusqu'en 2000); et "Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões"³.

Similairement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, dans les plans à prestations définies, l'employeur garantit le capital en cas de sous-provisionnement. Le risque est important pour l'entreprise. Après la dégradation de la solvabilité liée à la crise financière de 2001-2002, les plans à prestations définies ont été progressivement abandonnés avec la mise en place de plans à cotisations définies. Dans ce système, le risque pour les souscripteurs (notamment ceux qui sont en retraite ou proche de la liquidation) est accru par l'absence de partage intergénérationnel du risque.

1.4. EVOLUTION

Il est possible de faire une brève analyse des données sur le marché des fonds de pension dans la période entre 1994 et 2008 (Tableaux 1-5).

Entre 1994 et 2008, le nombre d'entités gestionnaires de fonds de pension (majoritairement composées d'entreprises d'assurance) est passé de 26 à 28 (Tableau 1).

En 1994, il y avait 217 fonds de pension, alors qu'en 2008 ce nombre était de 230 (Tableau 2). La majorité des fonds de pension est gérée par les sociétés de gestion de fonds de pension. Le poids des fonds fermés est significatif, malgré la tendance décroissante pendant toute la période (94% en 1994 contre 73% en 2008) (Tableau 4)⁴. L'accroissement des fonds ouverts est également important, mais les montants des fonds qui financent les plans d'épargne-retraite et les plans d'épargne-actions représentent seulement 2% du marché de fonds de pension en 2008 (Tableaux 3 et 5). Dans le cas des fonds fermés, l'entreprise promotrice s'engage à verser une pension définie, en pourcentage d'un salaire de référence, aux bénéficiaires. Dans le cas des fonds ouverts, un tel engagement n'existe pas et la pension versée aux bénéficiaires dépend de la capitalisation financière des contributions versées au fonds. En effet, aux différents types de fonds correspondent différents niveaux de risque et de garantie sur les pensions qui nécessitent des cadres réglementaires différents et qui ont un impact sur la stratégie d'investissement et sur les besoins en provisionnement. L'essor récent des fonds à cotisations définies s'explique, pour partie, par la complexité des modes de gouvernance des fonds à prestations définies, qui impliquent un grand nombre d'acteurs, aux objectifs et intérêts éventuellement divergents.

En 2007 et 2008, les sociétés de gestion de fonds de pension ont géré 98% des fonds investis, ce qui confirme leur importance sur ce marché (Tableau 3). Le taux de croissance moyen du montant des fonds de pension a été de presque 10% entre 1994 et 2008, avec un total de 20282 millions d'euros en 2008. Ce montant de

³ Le premier est un document de données statistiques, le second fait l'analyse du secteur des assurances et des fonds de pension.

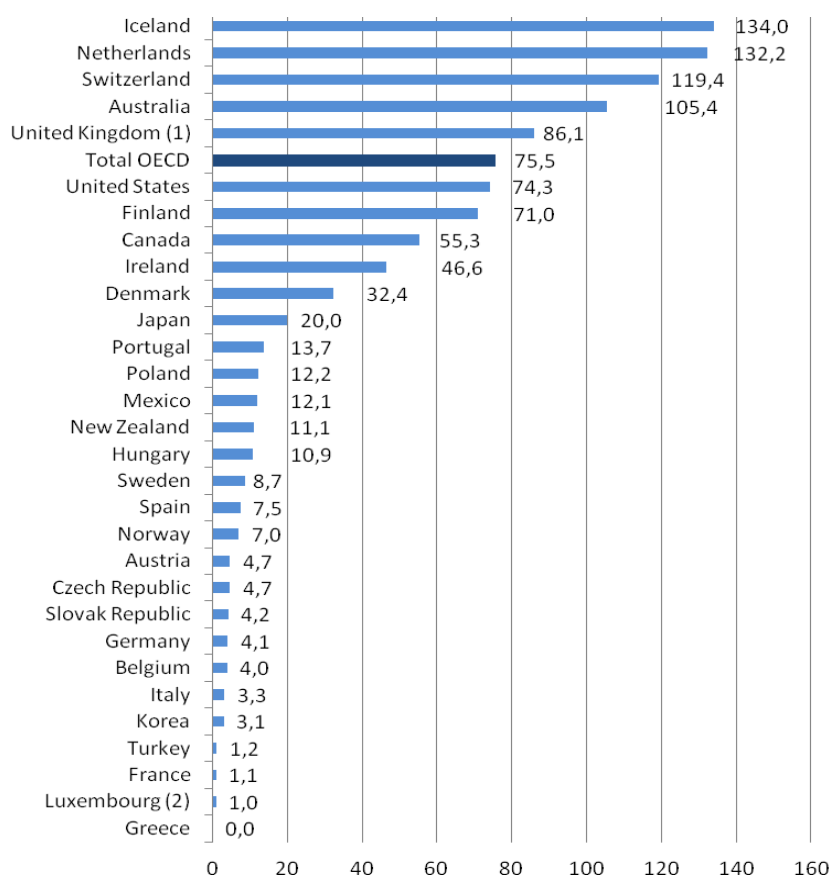
⁴ Une partie de ces fonds, toujours de taille importante, est passée sous la gestion de l'Etat.

LE MARCHÉ DES FONDS DE PENSION AU PORTUGAL

20282 millions représente 12% du PIB. Il faut souligner qu'une partie majeure est représentée par les fonds de pension de la banque.

Dans la zone OCDE, le ratio moyen pondéré des actifs des fonds de pension/PIB a grimpé de 67.3 % en 2001 à 75.5 % en 2007 (Figure 1). Seuls cinq pays de l'OCDE ont affiché un ratio actifs/PIB supérieur à la moyenne, à savoir l'Islande (134%), les Pays-Bas (132 %), la Suisse (119 %), l'Australie (105 %) et le Royaume-Uni (86%). Le Portugal a un ratio moyen de 13.7%, largement inférieur à la moyenne de l'OCDE. Seuls 11 pays sur 30 enregistrent des ratios actifs/PIB supérieurs à 20 %, taux considéré comme le seuil requis pour correspondre à la définition du marché de fonds de pension « arrivé à maturité » telle que établie par l'OCDE.

FIGURE 1. IMPORTANCE DES FONDS DE PENSION PAR RAPPORT A LA TAILLE DE L'ECONOMIE DANS LES PAYS DE L'OCDE, EN 2007 (EN POURCENTAGE DU PIB)



Source: 2008 OCDE – Le Point sur les Marchés des Pensions – Décembre 2008 – Numéro 5.

Les principaux facteurs qui ont contribué au développement des fonds de pension sont :

- L'existence, depuis quelques décades, de plans de pension privés, créés par certaines entreprises et financés par des caisses;
- Le diagnostic, parallèlement à ce qui arrive dans beaucoup d'autres pays occidentaux, des difficultés financières du système de sécurité sociale public avec des répercussions sur la réponse aux attentes créées⁵ ;
- Le décroissement de l'épargne à long terme;
- Le traitement fiscal très favorable des contributions effectuées par les entreprises et par les individus.

L'importance de chaque déterminant dans l'évolution des plans de pension au Portugal varie considérablement.

2. LES DETERMINANTS DE L'EVOLUTION

Cette partie présente le rôle relatif de ces déterminants dans le développement du marché des plans de pension au Portugal.

2.1. PLANS D'EPARGNE-RETRAITE OFFERTS PAR LES ENTREPRISES

Avant la publication du premier décret-loi en 1985 qui établit le régime juridique des plans et fonds de retraites, il existait déjà, depuis quelques décades, des plans d'épargne-retraite privés créés par certaines entreprises (essentiellement des banques, des entreprises d'assurances ou des multinationales).

Ces plans étaient liés à quelques grands groupes économiques et au secteur financier. D'une façon générale, les plans stipulent des prestations définies. Ils sont non contributifs et indépendants de la sécurité sociale. En 2008, ils représentaient presque 44% du nombre de fonds de retraites fermés et ouverts, 98% du montant global des fonds de retraites fermés et ouverts et 74% du nombre de participants de fonds de retraites fermés et ouverts.

On peut donc conclure que cet héritage considérable a contribué fortement pour la dimension relativement grande du marché des fonds de retraites depuis le début de son existence. Depuis 1995, les nouveaux employés de la banque ont commencé à être couverts par le régime de prévoyance publique. Parallèlement, on assiste de plus en plus à la transformation des plans à prestations définies en plans à cotisations définies. Ils n'apportent pas de garantie de performance, soulevant d'importantes questions dans l'optique de l'action des pouvoirs publics (Ashcroft, 2009). Récemment, Monperrus-Veroni (2009) analyse la sensibilité des dispositifs

⁵ La cause des difficultés est la rupture des conditions d'équilibre nécessaires au régime de répartition sur lequel se base le système de sécurité sociale portugais, liées surtout aux aspects démographiques et économiques. Voir à ce propos Silva et al. (2004).

de retraite par capitalisation au risque de marché dans quelques pays européens (le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Allemagne) et aux États-Unis (les quatre principaux marchés des fonds de pension dans le monde). L'article fournit une description détaillée des modes de partage du risque et de leurs implications en termes de règles de provisionnement des fonds de pension.

2.2. PROBLEMES FINANCIERS DU SYSTEME DE SECURITE SOCIALE PUBLIC

Parallèlement à l'évolution de beaucoup d'autres pays occidentaux, le diagnostic de difficultés financières du système public de sécurité sociale a eu des répercussions sur l'architecture du système incluant des réformes qui ont déjà été appliquées et d'autres que l'on envisage (Legros, 2000; European Commission, 2006, 2009b).

Le Gouvernement Portugais a donc établi la promotion d'un Livre Blanc avant l'adoption définitive de réformes. Le Livre Blanc a été publié en 1997.

Le décret-loi de 1999 reconnaît la maturité du système de retraites du régime général de sécurité sociale, établissant la flexibilisation de l'âge d'attribution de la pension de vieillesse⁶. D'autre part, un autre décret-loi de 1999 crée l'Institut de Gestion des Fonds de Capitalisation de la Sécurité Sociale et donne l'approbation de ses statuts. L'objectif prioritaire de l'institut consiste à utiliser les surplus de cotisations des comptes du régime général pour renforcer la capitalisation, via le Fonds de Stabilisation de la Sécurité Sociale, afin d'assurer la soutenabilité financière du système et l'adoption de plusieurs réformes⁷.

Après la publication du Livre Blanc de la Sécurité Sociale, la loi du 8 août 2000, est approuvée. Elle vient consolider le rôle de la capitalisation car une partie du taux de contribution des employés (entre 2% et 4%) doit être transférée pour le fonds de réserve. Cependant, les régimes complémentaires, où s'intègrent les fonds de retraites, restent de souscription non obligatoire. La loi du 20 décembre 2002, établit que le système de Sécurité Sociale Portugais comprend trois systèmes:

- le système de sécurité sociale public,
- le système d'action sociale,
- le système complémentaire, encore de souscription non obligatoire.

A l'heure actuelle, c'est la loi du 16 janvier 2007, qui est en vigueur. Elle établit que le système de Sécurité Sociale Portugais comprend trois systèmes:

- le système de protection sociale de citoyens;
- le système de prévoyance;

⁶ Anticipation ou dilatation de la candidature à la pension de vieillesse.

⁷ La capitalisation occupe aussi une part de plus en plus importante au sein des systèmes publics de retraite. De nombreux pays ont établi des fonds de réserve pour les régimes publics pour aider au financement des systèmes par répartition (OCDE, 2008).

- le système complémentaire.

Le système de protection sociale de citoyens comprend trois composantes: le système d'action sociale, le système de solidarité et le système de protection de la famille. Ce système est développé par des institutions publiques, notamment les autorités municipales, et par des institutions privées sans but lucratif.

L'objectif du système de prévoyance est de compenser la perte ou la réduction des rendements professionnels en cas de maladie, maternité, paternité et adoption, chômage, accidents de travail et maladie d'occupation, handicaps, vieillesse et mort. Les personnes ayant droit aux bénéficiaires de ce système sont les salariés (employés du secteur privé) et les indépendants, constituant le régime général. Les chômeurs et les personnes qui ne travaillent pas disposent de l'option d'adhésion au système et constituent les régimes spéciaux. Le système est basé sur l'obligation légale de payer des contributions et inclut les régimes d'assurance sociale applicable aux employés et aux indépendants⁸. Le financement du système doit respecter les principes de diversification des sources de financement et les critères de fiscalité sélective. Le financement des prestations monétaires qui remplace les rendements professionnels est double et inclut les contributions des employés et les contributions des employeurs. La loi stipule également la canalisation d'un montant, qui se situe entre deux et quatre points de pourcentage des contributions des employés, vers le Fonds de Stabilisation de la Sécurité Sociale⁹, jusqu'au moment où le total des dépenses en pensions est assuré pour un minimum de deux ans. Les surplus du système de bénéficiaires ainsi que les revenus provenant de la vente d'actifs et les gains des investissements financiers sont également canalisés vers le Fonds de Stabilisation afin d'être gérés selon les principes de la capitalisation. Par conséquent, le financement du système de sécurité sociale public comprend, soit la technique de répartition, soit la technique de capitalisation.

Finalement, le système complémentaire comprend un régime public de capitalisation et des régimes complémentaires d'initiatives collective et individuelle. Ce système inclut les deuxième et troisième piliers et se consacre plutôt au développement des schémas de retraites privées, professionnels et personnels. Le régime public de capitalisation est d'adhésion individuelle basée sur la création de comptes individuels gérés par l'Institut de Gestion de Fonds de Capitalisation de la Sécurité Sociale. Ce système, établi en 2008, fait l'objet d'une régulation spécifique.

La fonction publique possède un schéma spécifique régulé en dehors de la structure présentée, mais depuis 2005 en convergence déjà pour le régime général.

Les conditions pour accéder aux pensions de vieillesse sont les suivantes:

- l'âge minimum pour les hommes et les femmes est de 65 ans ;

⁸ Il s'agit d'un système basé dans l'assurance. Donc, les pensions dépendent des revenus et sont financées par les contributions.

⁹ Ce fonds a été créé en 1989 et est géré par l'Institut de Gestion de Fonds de Capitalisation de la Sécurité Sociale.

- dans le cas des fonctionnaires publics, il faut avoir atteint l'âge de 60 ans ou avoir complété 36 ans de service¹⁰;
- le nombre minimum d'années de contributions effectuées est de 15 ans (5 ans pour la fonction publique) ;
- la retraite anticipée est possible quand l'employé atteint l'âge de 55 ans ou a 15 ans de contributions.

Dans le cas de la fonction publique, le schéma d'indexation est lié aux salaires des employés jusqu'en 2005. En ce qui concerne le secteur privé, le schéma d'indexation est néanmoins ad hoc.

La formule de la retraite est la suivante:

$P_t = x \frac{N}{D} w_{ref_t} FS_t$, où P est le montant de la pension, x est le taux de remplacement légal, N est le nombre d'années de service, D est le nombre maximum d'années de la carrière contributive, $w_{ref_t} = \sum_{i=0}^T (w_{t-i} / index_{t-i})$ est la rémunération de référence au moment t , où $index$ est la règle d'indexation pour les rémunérations passées considérées dans le calcul, et $FS_t = \frac{EV_{2006}}{EV_{year-1}}$ est le

facteur de viabilité financière, où EV_{2006} est l'espérance de vie à l'âge de 65 ans en 2006 et EV_{year-1} est l'espérance de vie à l'âge de 65 ans dans l'année avant le calcul de la pension de retraite.

Avant 2002, pour le secteur privé, la période de base pour déterminer le salaire de référence (T) repose sur les meilleurs 10 ans de salaire des derniers 15 ans de service¹¹ avec $x = 80\%$ et $D = 40$ ans. La loi de 2007 introduit un facteur de viabilité financière qui doit être appliqué sur le montant de la pension. Ce facteur est défini par le rapport entre l'espérance moyenne de vie en 2006 et l'espérance moyenne de vie dans l'année avant la demande du bénéfice de pension. Dans le cas de la fonction publique, la rémunération de référence est le dernier salaire pour les individus qui ont commencé à travailler avant septembre 1993, avec $x = 100\%$ ¹² et $D = 36$ ans. Les employés, entrés dans la fonction publique après cette date, sont traités par les mêmes règles que le secteur privé. Il n'existe pas de limite et la règle d'indexation pour les salaires passés est basée sur les prix. Finalement, le taux statutaire de contribution est 34.75% pour le secteur privé (11% représente la contribution de l'employé et 23.75% représente la contribution de l'employeur). La

¹⁰ Depuis 2003, il faut simultanément avoir atteint l'âge de 60 ans et avoir 36 années de service. Depuis 2005, les conditions et la formule de la retraite deviennent progressivement similaires.

¹¹ Après la réforme de 2002, le salaire de référence sera la moyenne des salaires pendant la vie active après 2035.

¹² Depuis 2004, $x = 90\%$.

fonction publique a un taux de contribution de l'employé de 10% jusqu'en 2010. Depuis cette date le taux de contribution est de 11%.

En guise de conclusion, on peut constater une convergence du système public de sécurité sociale et de celui de la fonction publique, en même temps que l'on observe des réformes qui visent leur viabilité financière, notamment en créant des conditions de développement du troisième pilier, soit privé soit public (Garcia, 2006). Récemment, l'impact macroéconomique de la réforme du système de répartition au Portugal est fait par Garcia et Lopes (2009).

2.3. L'ÉVOLUTION DE L'ÉPARGNE A LONG TERME

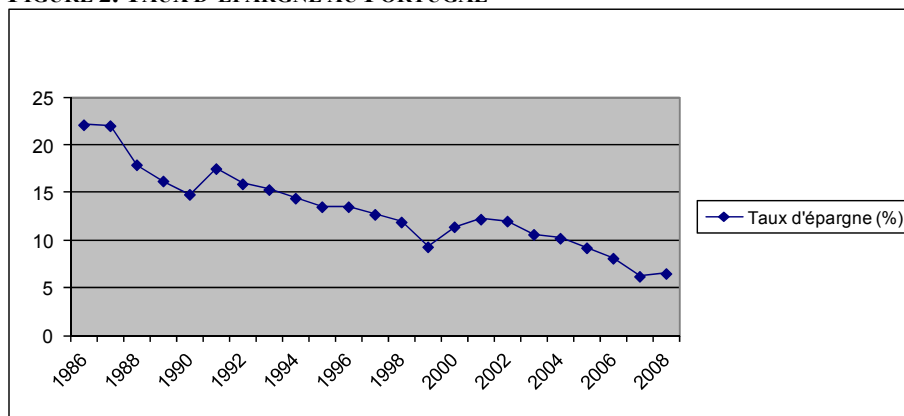
Le décroissement de l'épargne à long terme est également un facteur décisif dans l'évolution des plans de retraites au Portugal. En effet, l'importance reconnue de l'épargne comme source d'offre de capital, avec des répercussions considérables sur la productivité du travail et sur la croissance économique à long terme, justifie l'attention prêtée par la politique économique à cette variable macroéconomique. D'autre part, l'épargne à long terme contribuera pour le maintien des niveaux des revenus à l'âge de la retraite. Le débat concernant la relation entre sécurité sociale et épargne n'est pas encore conclusif¹³. Par exemple, Bismans et Docquier (1996) envisagent deux mesures destinées à encourager l'épargne : la réduction des prestations de retraite et la constitution d'un fonds public de capitalisation.

Traditionnellement, le Portugal a toujours été un pays avec des niveaux significatifs d'épargne. Malgré ce trait caractéristique, le taux d'épargne a progressivement diminué depuis une vingtaine d'années, devenant une source de souci de la part des responsables politiques¹⁴. Cette réduction du taux d'épargne n'est cependant pas un phénomène récent dans beaucoup de pays d'Europe et aux États-Unis (Lotte, 1961; Artus et al., 1993). Elle a justement contribué pour la stimulation de l'intérêt pour la question de l'épargne et sa relation étroite avec les systèmes de sécurité sociale (voir, par exemple, Artus et al., 1990; Artus, 1994; Kohl et O'Brien, 1998; Blanchet, 1998; World Bank, 1994, 2001).

La figure suivante montre l'évolution du taux d'épargne des ménages en pourcentage du revenu disponible (publiée dans le Rapport de la Banque du Portugal). On peut constater la tendance décroissante de ce taux avec un minimum de 6.2% en 2007.

¹³ Par exemple, voir Feldstein (1974).

¹⁴ Il existe éventuellement aussi des raisons de nature statistique associées à l'évolution de l'épargne au Portugal, surtout dans les années 80. Effectivement, les taux d'épargne des Familles, calculés selon les données de Base 86 des « Contas Nacionais » (Comptes Nationaux) sont bien inférieurs aux taux calculés selon les données de Base 77. Voir le rapport de « Banco de Portugal », 1993, pages 47 et 48. Toutes les entreprises individuelles sont intégrées dans le secteur Familles.

FIGURE 2. TAUX D'ÉPARGNE AU PORTUGAL

Source : Relatórios do Banco de Portugal.

L'établissement en 1989 et en 1995 des plans d'épargne-retraite (PER) et des plans d'épargne-actions (PEA), respectivement, avait pour but de stimuler l'épargne à long terme. En effet, les objectifs fondamentaux de leur constitution consistaient dans la promotion de l'épargne à long terme des familles, la dynamisation du marché de capitaux et la création de formes alternatives de financement du tissu entrepreneur.

C'est la raison pour laquelle on peut justifier, d'un côté, le régime fiscal spécial basé sur le retardement tributaire¹⁵ des plans d'épargne-retraite en situations déterminées. De l'autre côté, les rendements des fonds d'épargne-retraite sont exempts d'impôts¹⁶ et, par conséquent, les montants supportés par des personnes collectives à travers la souscription de certificats de fonds d'épargne-retraite nominatifs et en faveur de ses employés sont considérés des coûts ou des pertes de l'exercice.

2.4 L'ENCADREMENT LEGAL

L'encadrement légal a servi pour déterminer la fonction de redistribution de l'État tout en la séparant des fonctions d'assurance et d'épargne. Ces deux dernières doivent être de la responsabilité des entreprises et des individus. Par conséquent, la protection sociale devrait se baser sur trois piliers: l'État, les entreprises et les individus.

Dans ce contexte, il fallait créer des fonds de retraite et, en même temps, soutenir la crédibilité et la sécurité de ces fonds. C'est la raison pour laquelle les entités gestionnaires peuvent être, soit des entreprises d'assurance-vie, soit des sociétés expressément créées pour gérer des fonds de pension.

¹⁵ Dans certaines limites, les contributions pour le fonds ne sont pas sujets à l'impôt sur le revenu (IRS - Imposto sobre o rendimento das pessoas singulares), mais les remboursements, capital et rendements accumulés inclus, sont sujets à l'impôt avec des conditions favorables.

¹⁶ IRC - Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas. Il s'agit de l'impôt sur les sociétés, ou impôt sur le revenu des sociétés.

La garantie d'une gestion indépendante et professionnelle serait ainsi assurée, ainsi que la sauvegarde des objectifs de stabilité, de rendement, de sécurité patrimoniale, de liquidité, de diversification du risque et de la capacité d'internalisation. Simultanément, un accroissement de l'épargne est attendu.

D'autre part, le traitement fiscal des contributions effectuées par les entreprises et les individus a initialement été très favorable, malgré la récente volatilité de certaines mesures concernant les plafonds de déduction. La discussion de l'effet de la fiscalité sur l'épargne accumulée est encore à faire au Portugal et controversée aux Etats-Unis (Lavigne, 2006). En France, le plan d'épargne retraite populaire (Perp), mis en place en 2003, a déjà été analysé du point de vue de la redistribution par Direr (2008). L'auteur montre que l'impact de la fiscalité est difficile à caractériser en termes de dégressivité ou de progressivité.

L'importance des plans de retraite est tellement grande que l'on assiste à la transposition de la Directive 2003/41/CE du Parlement Européen et du Conseil du 3 juin de 2003 en ce qui concerne les activités et la supervision des institutions de réalisation de plans de retraite professionnels. La directive constitue « un premier pas dans la direction d'un marché interne de réalisation des plans de pension professionnels organisée à l'échelle européenne ». En ce moment, le décret-loi n° 12/ 2006, du 20 janvier, est en vigueur. Il régule les plans de pension professionnels tout comme les plans de pension personnels.

2.5. CONCLUSION

On pourrait conclure que l'évolution des plans de retraite a été déterminée par plusieurs facteurs, notamment par la situation financière envisagée pour le système public de sécurité sociale, due essentiellement à l'évolution démographique et à la création d'un cadre légal qui favorise son développement crédible. En outre, on assiste au remplacement des plans de prestations définies par des plans de cotisations définies. En effet, les entreprises ne supportent pas le risque financier, et les plans de cotisations définies sont davantage susceptibles de favoriser l'allongement de la vie active.

3. CARACTERISATION DU MARCHÉ

La caractérisation du marché est faite en considérant les groupes de populations engagées, soit les participants, soit les bénéficiaires, les montants des cotisations et des prestations, et finalement la composition du portefeuille et le rendement des fonds de pension.

3.1. LES PARTICIPANTS ET LES BENEFICIAIRES

Considérant le temps d'existence des fonds de pension au Portugal, il est normal de constater l'accroissement du poids relatif des bénéficiaires sur les participants des fonds de pension fermés. Le ratio est passé de 36% à 70% entre 1995 et 2008 (Tableau 6).

Aussi, le passage de quelques fonds fermés pour la gestion de la Caisse Générale de Retraite¹⁷ (responsable pour la gestion du système de pensions des fonctionnaires publiques) justifie le décroissement des participants.

D'autre part, le nombre d'adhérents aux plans d'épargne-retraite, créés en 1989, est significatif (Tableau 7). On assiste à une stabilisation de ce nombre, malgré quelques altérations au traitement fiscal établi depuis 2005.

L'adhésion aux plans d'épargne-actions, créés en 1995, est en chute depuis 2002, avec un minimum en 2008. La volatilité des rendements est une explication probable de cette évolution.

Aussi, pour les fonds d'épargne-retraite et les fonds d'épargne-actions, le poids relatif des bénéficiaires sur les participants est croissant.

3.2. COTISATIONS ET PRESTATIONS

Les cotisations pour les fonds fermés ont diminué depuis 2002, malgré le comportement erratique (Tableau 8). Par contre, les cotisations pour les fonds d'épargne-retraite ont augmenté de façon substantielle jusque 2001. Le poids des fonds ouverts a enregistré un maximum en 2007.

Les responsabilités en pensions ont aussi augmenté (Tableau 9). Le poids de la vieillesse est d'environ 40%. L'invalidité atteint un maximum de 47% en 2007 et la retraite anticipée a enregistré un maximum de 29% en 2008.

Similairement, le paiement de pensions a aussi augmenté dans le cas des fonds de pension PER, PEA et ouverts (Tableau 10).

3.3. COMPOSITION DES PORTEFEUILLES ET RENDEMENTS

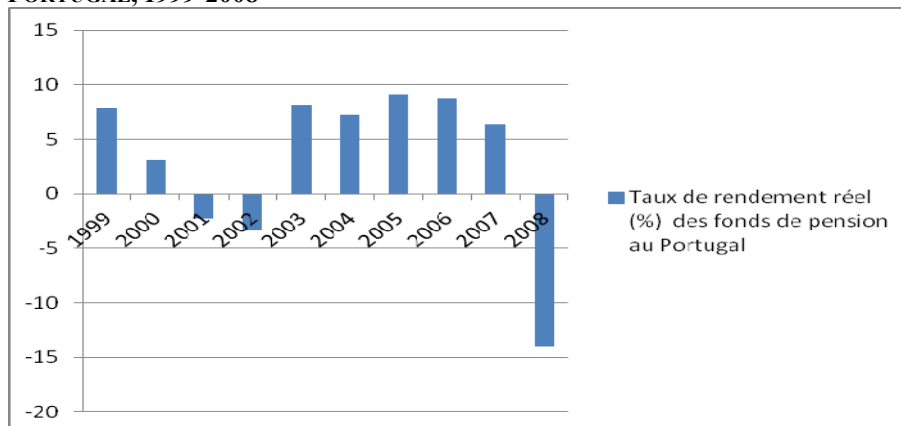
Similaire à la situation de beaucoup d'autres pays, les fonds de pension au Portugal constituent aujourd'hui une source importante d'investissement institutionnel. Donc, ils contribuent pour le procès de formation de capital de long terme. L'industrie des fonds de pension représentait 12,0% du PIB en 2008. En réalité, la composition des actifs des fonds de pension le montre bien, malgré l'obligation de vérifier certaines règles de la composition du portefeuille stipulées par la loi. La gestion doit obéir à des règles de composition de portefeuille des fonds de pension, soit des limites maximales de placement de chaque fond de pension en classes d'actifs, soit des règles de diversification prudentielle. En ce moment, il y existe un pourcentage maximum de 55% pour les actions et les obligations convertibles (Tableau 11).

Il n'y a pas des données disponibles sur les taux de rendement par fond de pension¹⁸. Seulement les données agrégées sont disponibles.

¹⁷ Caixa Geral de Aposentações.

¹⁸ Exception pour les fonds d'épargne-retraite et les fonds d'épargne-actions.

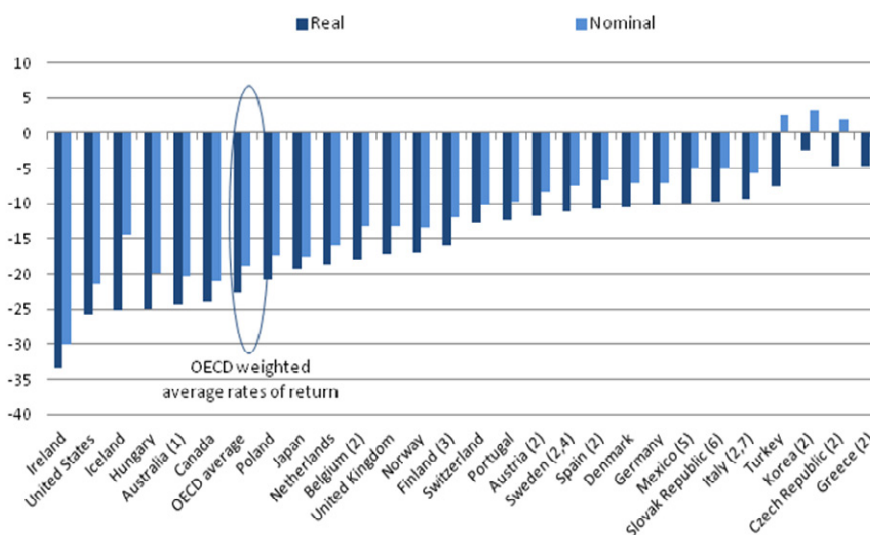
FIGURE 3. TAUX DE RENDEMENT REEL (%) DES FONDS DE PENSION AU PORTUGAL, 1999-2008



Source : Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

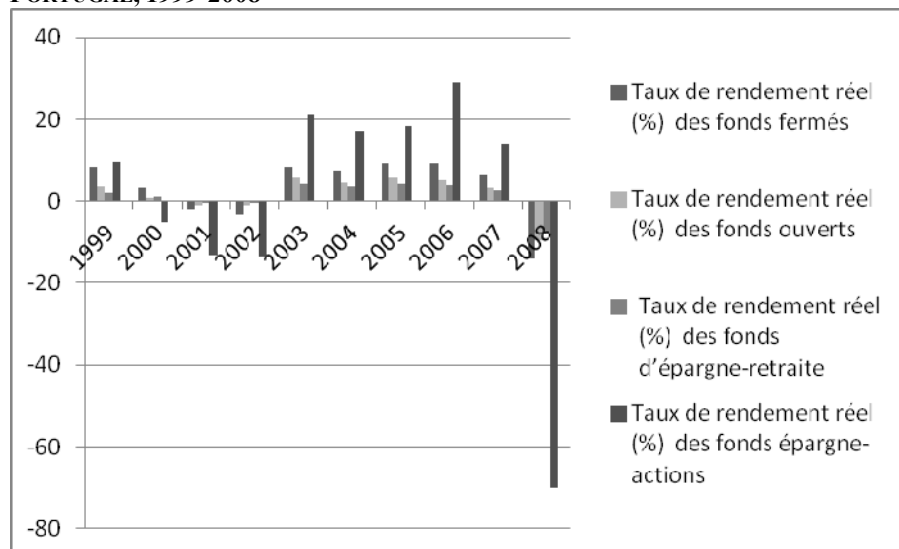
On peut constater les mauvais résultats depuis 2000 et sa récupération en 2003. Résultat de la crise financière de 2008, les fonds de pension ont eu une performance très négative (-12,4% en termes réels). Les fonds de pension de la zone OCDE affichent en moyenne, depuis le début de l'année 2008, un rendement négatif de près de 20% en termes nominaux (-22% en termes réels).

FIGURE 4. RENDEMENTS NOMINAUX ET REELS DES FONDS DE PENSION DANS CERTAINS PAYS DE L'OCDE, JANVIER A OCTOBRE 2008



Source: 2008 OCDE – Le Point sur les Marchés des Pensions – Décembre 2008 – Numéro 5.

Les pertes d'investissement sont plus significatives dans le cas des fonds d'épargne-actions (Figure 5).

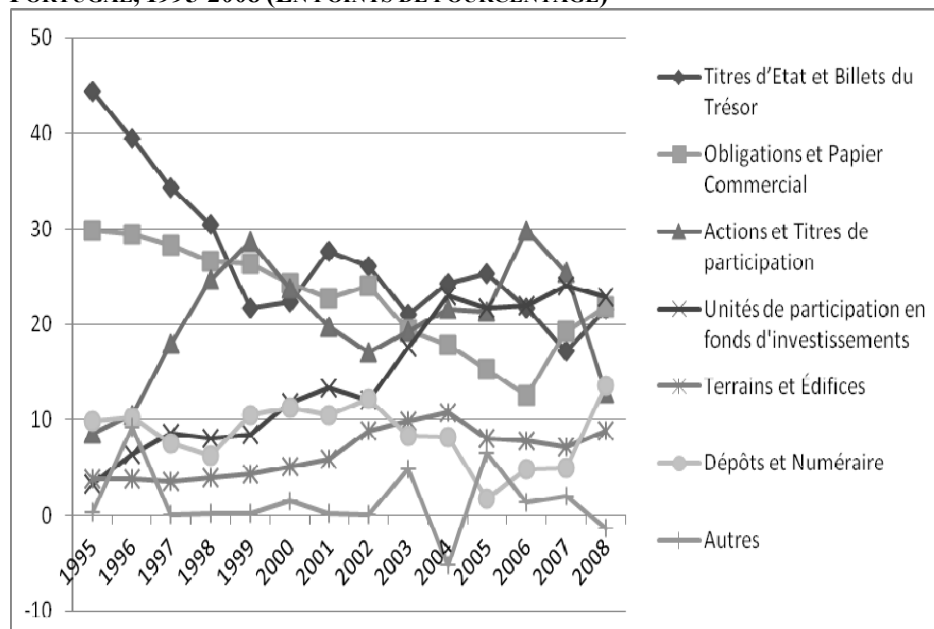
FIGURE 5. TAUX DE RENDEMENT REEL (%) PAR TYPE DES FONDS DE PENSION AU PORTUGAL, 1999-2008

Bien sûr que les résultats résultent de la stratégie d'investissement mais aussi du type de fonds de pension, de la nature des bénéficiaires considérés par le plan de pension, des caractéristiques de la population de participants et bénéficiaires, de la structure à terme des responsabilités, de la situation de solvabilité, de l'intervention des associés (les entreprises) et de la composition des actifs du portefeuille. Par exemple, Artus (2000) analyse l'effet global du recours à l'effet de levier, en raison d'un niveau élevé de rentabilité exigée des fonds propres, sur l'équilibre économique et sur le bien-être. Cependant, il y a aussi des exemples de mauvaise gestion financière et de fraudes au sein des fonds de pension mettant en cause l'efficacité de l'activisme des fonds de pension (Smith, 1996; Crutchley et al., 1998). Par exemple, Jog (1986) analyse le rendement à l'investissement d'un échantillon de fonds de retraite Canadiens pour la période allant de 1970 à 1979, en utilisant diverses méthodes de mesure de rendement du portefeuille. À la lumière des résultats, il semble que les gestionnaires de fonds de pension pourraient choisir des fonds indexés sans effet significatif sur le rapport risque-rendement.

La composition des actifs du portefeuille est disponible et on peut constater le poids significatif des titres d'Etat, des obligations et des actions¹⁹, reflétant aussi les limites et les règles de la législation (Figure 6).

¹⁹ Les obligations sont considérées comme un instrument relevant pour couvrir le risque d'inflation et une source très importante de croissance de la valeur des fonds. D'autre part, les actions ont des avantages de diversification du risque systématique.

FIGURE 6. COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES FONDS DE PENSION AU PORTUGAL, 1995-2008 (EN POINTS DE POURCENTAGE)



Source : Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, ISP.

Depuis 1999, la tendance croissante des actions a diminué, donnant place aux unités de participation de fonds d'investissement.

On peut constater que le poids des actions et des titres de participation a augmenté, malgré la baisse entre 2001 et 2003 suite au crash boursier. Un maximum a été observé dans le poids des actions en 2006, baissant drastiquement en 2008 avec la crise financière mondiale.

Par contre, le poids de titres d'Etat (inclus Billets du Trésor), d'Obligations et de Papier Commercial a diminué, représentant, en 2008, 43,3% du portefeuille.

De plus en plus, la question de la gestion et de la régulation est devenue cruciale dans l'apologie des fonds de pension, soit professionnels soit individuels. La garantie de rendement adéquat au moment de la retraite doit être le facteur le plus important. En effet, la performance dépend de beaucoup de facteurs à analyser (Hervé, 2006 ; Antolin et al., 2010).

Les investissements en actions réalisés dans la zone OCDE, entre 2001 et 2007, se sont inscrits en repli de 2,1%, tandis que les investissements en obligations enregistraient une hausse modérée de 0,3%.

FIGURE 7. VARIATION DES ACTIFS INVESTIS EN BONS ET OBLIGATIONS ENTRE 2001 ET 2007 DANS CERTAINS PAYS DE L'OCDE (EN POINTS DE POURCENTAGE)

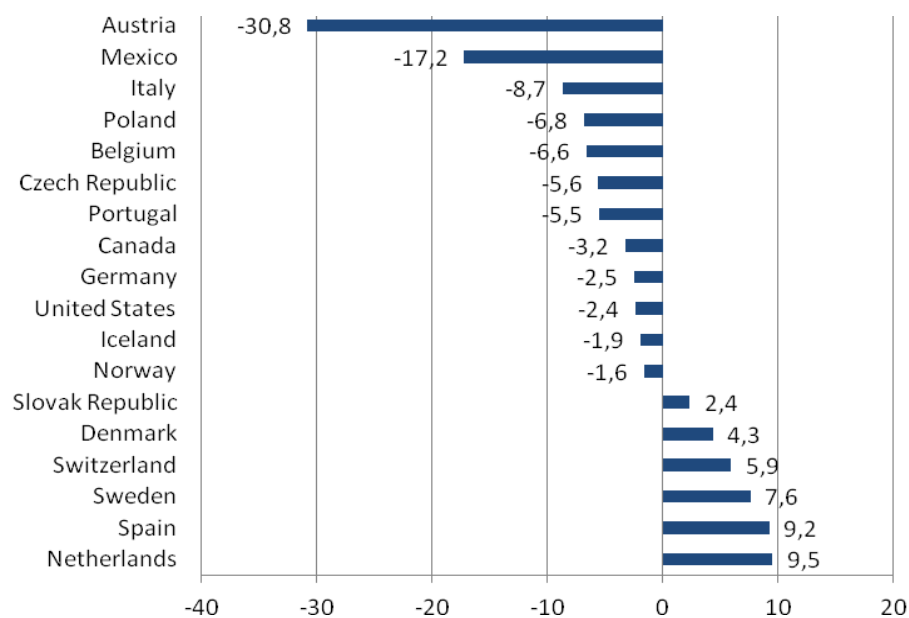
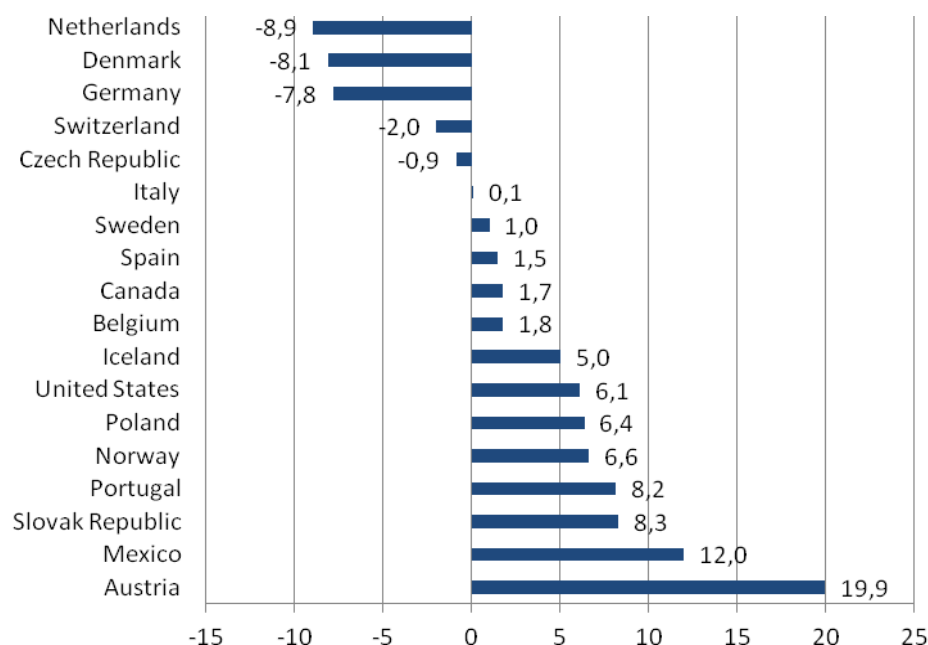


FIGURE 8. VARIATION DES ACTIFS INVESTIS EN ACTIONS ENTRE 2001 ET 2007 DANS CERTAINS PAYS DE L'OCDE (EN POINTS DE POURCENTAGE)



Les actions et les obligations demeurent les deux principales catégories d'actifs dans les portefeuilles des fonds de pension.

4. L'IMPACT DE LA DEMOGRAPHIE

Le vieillissement de la population pose des enjeux nouveaux et considérables et nécessite une adaptation rapide des mentalités, des comportements, des modes de vie, des institutions et de l'organisation des systèmes de protection sociale (Dupâquier, 2006; European Commission, 2009a).

Quasiment tous les pays ont entrepris des réformes structurelles pour se préparer au vieillissement, à commencer par le report de l'âge légal de la retraite à 65 ans, voire à 68 ans aux Etats-Unis. Ils ont pour la plupart instauré de longues périodes de transition (sur 15 ans en Allemagne et en Suède, sur 30 ans en Italie) et ont repoussé l'âge légal de la retraite avec des pénalités pour les départs anticipés et des majorations pour les départs retardés (voir MISSOC, 2011). Le tout étant favorisé par un système d'acquisition de points dont la transformation en capital - rente annuelle dépend de l'espérance de vie attribuée à chacun en fonction de sa catégorie socioprofessionnelle. L'Italie a supprimé les régimes spéciaux très avantageux des fonctionnaires. Et ces pays se sont attachés à limiter les cotisations à leur niveau actuel afin de ne pas pénaliser les actifs et de ne pas augmenter les charges qui pèsent sur le coût du travail et la compétitivité des entreprises. Au Portugal, la convergence du système public de sécurité sociale et de celui de la fonction publique est en marche. En parallèle, les réformes visent leur viabilité financière, en créant notamment des conditions favorables au développement du troisième pilier, soit privé soit public.

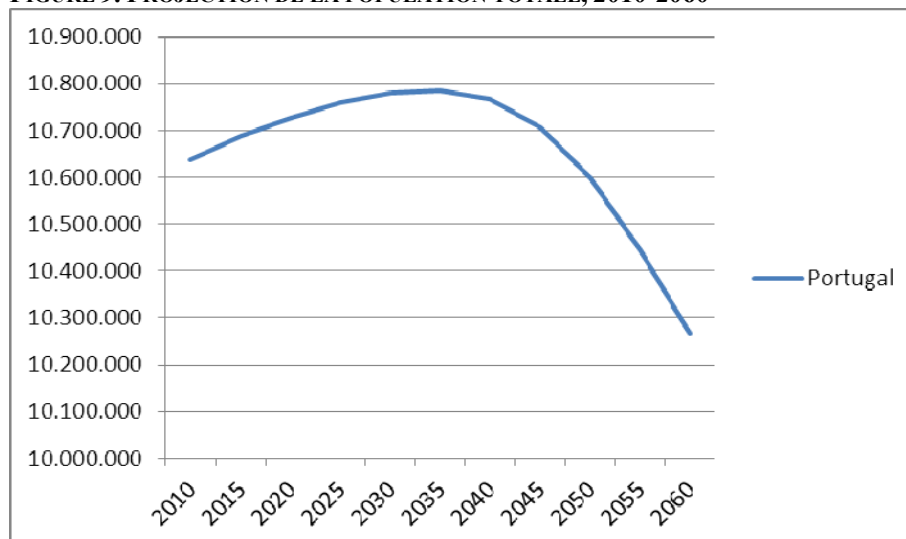
Les conséquences du vieillissement de la population sur la situation financière du système public de sécurité sociale permettent d'envisager le développement du système complémentaire, soit des plans d'épargne d'entreprise, soit des plans personnels (Eurostat, 2008, 2011). Cette section essaie d'évaluer l'impact de l'évolution démographique sur le marché de fonds de pension fermés au Portugal.

4.1. PROJECTIONS DE LA DEMOGRAPHIE

LA POPULATION TOTALE

Les projections d'Eurostat (scénario de convergence) de la population portugaise affichent une forte stabilité entre 2010 et 2060 (environ 10 millions de personnes), avec néanmoins une tendance légèrement décroissante (Figure 9).

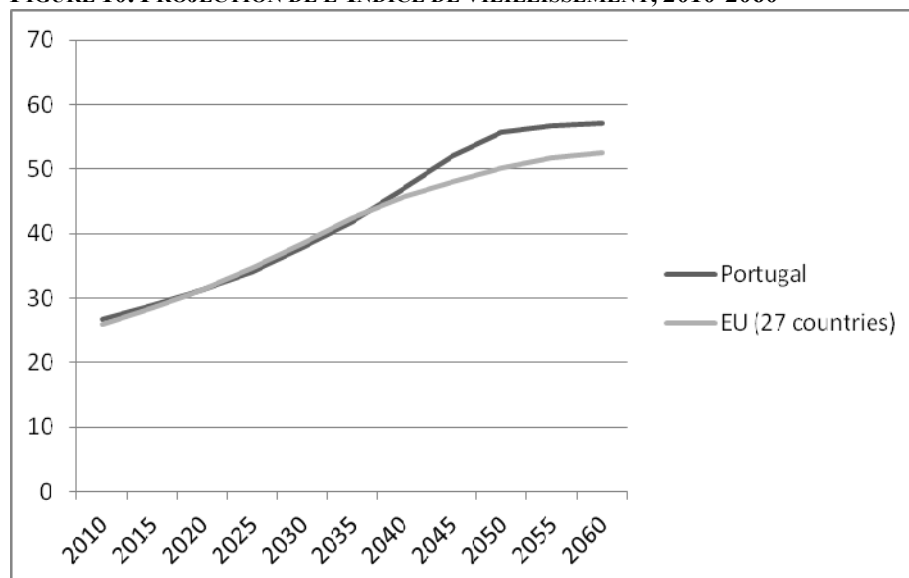
FIGURE 9. PROJECTION DE LA POPULATION TOTALE, 2010-2060



Source : Eurostat, EUROPOP2008 convergence scenario.

Comme on peut le constater à la figure 10, la projection de l'indice de vieillissement enregistre un accroissement considérable. Cet indice doublera entre 2010 et 2050 (26,7% et 57,2%, respectivement pour le Portugal). Au niveau de l'UE27, la hausse sera légèrement inférieure: 25.4% en 2010 et 53.5% en 2050.

FIGURE 10. PROJECTION DE L'INDICE DE VIEILLISSEMENT, 2010-2060



Source : Eurostat, EUROPOP2008 convergence scenario.

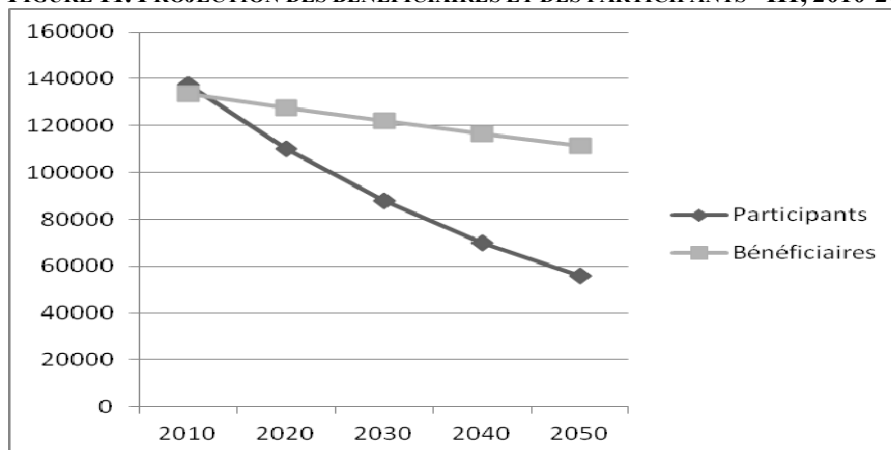
LES PARTICIPANTS ET LES BENEFICIAIRES

Deux hypothèses ont été considérées sur l'évolution des participants et des bénéficiaires de fonds de pension fermés: la tendance passée et la tendance de la population totale.

H1: Tendance passée

Considérant la tendance passée, le ratio de bénéficiaires sur participants double en 2050 révélant bien la maturité des fonds de pension. Dans ce cas, le nombre de participants et le nombre de bénéficiaires évolue jusqu'au moment où ils sont égaux (en 2010). Après cette date, les participants décroissent en raison de l'arrivée à l'âge de la retraite et les bénéficiaires décroissent aussi en raison de la mortalité.

FIGURE 11. PROJECTION DES BENEFICIAIRES ET DES PARTICIPANTS - H1, 2010-2050

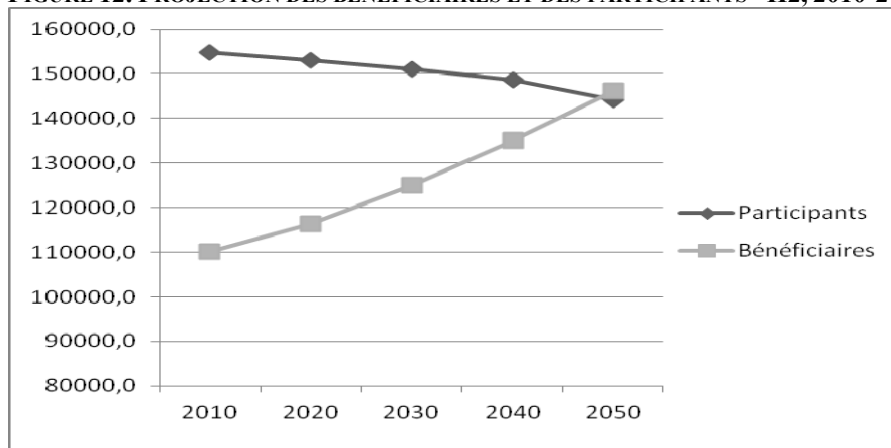


H2: Tendance de la population totale

Considérant la projection de la population totale, le croisement du ratio des bénéficiaires sur les participants n'est pas significatif parce qu'on a admis que la proportion des participants dans la population âgée entre 14 et 65 ans et la proportion des bénéficiaires dans la population de plus 65 ans sont maintenues dans la période considérée et égales à celle de 2008 (2.17% et 6.16% respectivement).

Dans ce cas, le nombre de participants et le nombre de bénéficiaires évoluent aussi différemment. Cependant, ces deux populations sont égales beaucoup plus tard dans la période étudiée. Donc, ce cas est plus optimiste pour l'évolution des fonds de pension fermés au Portugal car la maturité du marché est beaucoup plus lointaine.

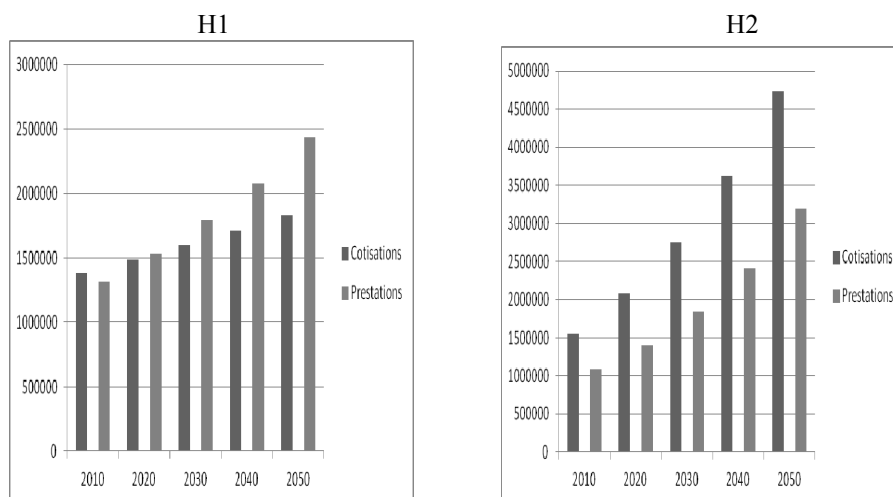
FIGURE 12. PROJECTION DES BENEFICIAIRES ET DES PARTICIPANTS - H2, 2010-2050



4.2. PROJECTIONS DU MARCHE

Finalement, on a fait les projections des cotisations, des prestations et du montant des fonds de pension avec les deux hypothèses considérées sur l'évolution des participants et des bénéficiaires.

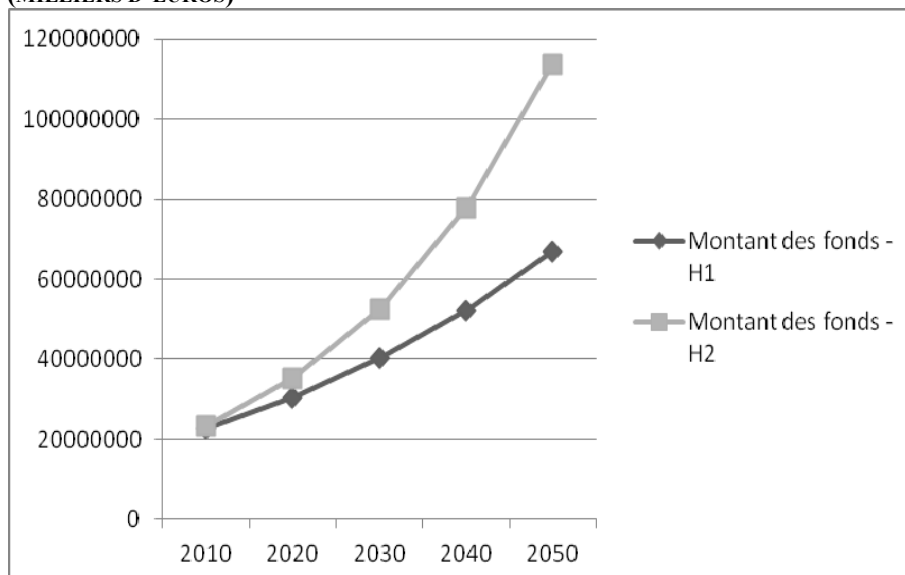
FIGURE 13. PROJECTION DES COTISATIONS ET DES PRESTATIONS, 2010-2050 (MILLIERS D'EUROS)



On peut noter que l'hypothèse 1 est beaucoup plus pessimiste pour l'évolution du montant des pensions que l'hypothèse 2 (Figure 14). Donc, une hausse significative de l'importance des fonds de pension fermés est espérée si la tendance de l'évolution de la population totale est vérifiée au niveau des participants et des bénéficiaires des fonds. Dans le cas plus optimiste, on arrivera à un total de 113,72

milliards d'euros en 2050, représentant un accroissement de 460% par rapport à 2008.

FIGURE 14. PROJECTION DU MONTANT DES FONDS DE PENSION, 2010-2060 (MILLIERS D'EUROS)



CONCLUSION

Le panorama du marché des fonds de pension au Portugal est caractérisé par une certaine stabilisation de son développement due à la récente crise économique et financière et aussi au vieillissement de la population.

L'incertitude concernant l'évolution des fonds de pension professionnels est la note dominante. Néanmoins, il est possible d'envisager des scénarios probables. Les résultats permettent de dire que plus que la démographie, les réformes de la sécurité sociale auront un rôle important dans le développement des fonds de pension. En effet, le design du système de sécurité sociale doit inclure expressément les objectifs à atteindre (Barr et Diamond (2009)), notamment permettre aux citoyens de disposer de revenus de retraite adéquats et durables. De plus, le débat sur la structure des dispositifs d'épargne retraite est relancé par la crise financière. Soutenir les systèmes de retraite privés en améliorant la gestion des risques au moment de la retraite dans le cadre des systèmes de retraite sous forme de comptes individuels (à cotisations définies) est fondamental. D'autre part, la supervision et la régulation du marché des fonds de pension en profond remodelage iront aussi déterminer le futur de ce marché. Aussi, la faible protection des prestations dans les fonds à cotisations définies peut entraîner une augmentation de l'épargne de précaution. L'analyse des systèmes de retraite par capitalisation en termes de partage du risque entre les différents intervenants en cas de choc financier a montré la nécessité de cadres réglementaires visant à assurer la sécurité des engagements futurs. Trop souvent, les tenants de réformes radicales du système de retraite n'en

soulignent que les beaux côtés (Pestieau, 2000). Récemment, la Commission Européenne (2010) reconnaît la nécessité d'améliorer le régime de solvabilité des fonds de pension dans un cadre de coordination stratégique.

RÉFÉRENCES

- Antolin, P., S. Payet et J. Yermo**, 2010. "Assessing Default Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, No. 2 June.
- Artus, P.**, 1994. "Financement des Retraites, Épargne et Croissance", *Document de Travail*, Groupe Caisse des Dépôts et Consignations, Service des Études Economiques et Financières.
- Artus, P.**, 2000. "Exigence de rendement des fonds de pension. Quels effets sur l'efficacité et la stabilité de l'économie ? ", In: *Revue économique*. 2000, n°1. pp. 31-54.
- Artus, P., C. Bismut et D. Plihon**, 1993. *L'Épargne*, Presses Universitaires de France.
- Artus, P., F. Legros et J. P. Nicolai**, 1990. "Cycle de Vie et Consommation: Quelques Tests Empiriques", *Revue D'Économie Politique*, 100 (4), Juillet-Août, pp. 495-511.
- Ashcroft, J.**, 2009. "Defined-Contribution (DC) Arrangements in Anglo-Saxon Countries", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, N° 35, OECD Publishing.
- Barr, N. et P. Diamond**, 2009. "Reforming pensions: Principles, analytical errors and policy directions", *International Social Security Review*, Vol. 62, No2., 5-29.
- Bismans, F. et D. Docquier**, 1996. "Consommation, épargne et accumulation dans la transition démographique", In: *Revue économique*. Volume 47, n°3. pp. 667-676.
- Blanchet, D.**, 1998. "Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux", in Retraites et épargne, *Conseil d'Analyse économique*, 7.
- Commission Européenne**, 2010. "Vers des systèmes de retraite adéquats, viables et sûrs en Europe", LIVRE VERT, SEC(2010)830.
- Crutchley, C. E., C. D. Hudson et M. R. H. Jensen**, 1998. "Shareholder Wealth Effects of CalPERS' Activism", *Financial Services Review*, 7(1): 1-10.
- Direr, A.**, 2008. "Épargne retraite et redistribution", *Économie et Statistique* N°417-418, pp. 119-133.
- Dupâquier, J.**, 2006. "Le vieillissement de la population dans le monde", *Rayonnement du CNRS, Bulletin n°42, Octobre*.
- European Commission**, 2009a. "Demography Report 2008: Meeting Social Needs in an Ageing Society", Directorate-General for Employment, Social Affairs and Equal Opportunities, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT.
- European Commission**, 2009b. "Pension schemes and pension projections in the EU-27 Member States - 2008-2060", Volume I- Report, *European Economy Occasional Papers 56*, Economic Policy Committee (AWG) and Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Commission**, 2006. "The impact of ageing on public expenditures: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)", *European Economy*, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Special Report n°1.

- Eurostat**, 2008. Population and Social Conditions, Statistics in Focus 72/2008.
- Eurostat**, 2011. Population and Social Conditions, Statistics in Focus 23/2011.
- Feldstein, M.**, 1974. "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Accumulation", *Journal of Political Economy*, 82:5, pp. 905-926.
- Garcia, M. T. M.**, 2004. "An analysis of pension funds in Portugal", *Pensions – An International Journal*, Vol. 9, Number 3, April, 227-245.
- Garcia, M. T. M.**, 2006. "Individual responsibility for the Adequacy of Retirement Income", *Pensions – An International Journal*, Vol. 11, No. 3, May, 192-199.
- Garcia, M. T. M. et E. G. Lopes**, 2009. "Macro economic impact of reforming a PAYG system: the Portuguese case", *International Social Security Review*, Vol. 62, No.1, 1-23.
- Hervé, F.**, 2006. " Famille de fonds de pension, performance et persistance de la performance ", *Cahier du FARGO* n°1060903, Septembre.
- Jog, V. M.**, 1986. "Investment Performance of Pension Funds - A Canadian Study", *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 3: 146–163.
- Kohl, R. et P. O'Brien**, 1998. "The Macroeconomics of Ageing, Pensions and Savings: A Survey", *OECD economics Department Working Papers*, No. 200, OECD Publishing.
- Lavigne, A.**, 2006. "La Fiscalité des fonds de pension aux Etats-Unis ", *Document de Recherche* n° 2006-16, Laboratoire d'Economie d'Orléans.
- Legros, F.**, 2000. *Revue économique*, Volume 51, Numéro 1, p. 7 – 12.
- Lotte, J.**, 1961. "L'épargne institutionnelle ", *Revue économique*, Volume 12, Numéro 3, p. 468 – 499.
- Magnin, E.**, 2009. "Concurrence Fiscale et Modèle Social dans l'Europe Élargie Convergence ou Désunion Européenne? ", *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, vol. 40, n° 2, pp. 55-86.
- Monperrus-Veroni, P.**, 2009. "Les fonds de pension dans la crise", *REVUE DE L'OFCE*, 110, Juillet 2009.
- OCDE**, 2008. "Le Point sur les Marchés des Pensions", Décembre 2008, Numéro 5.
- Official Journal of the European Union**, 2003. Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision, L235: 10-21.
- Pestieau, P.**, 2000. "La réforme du système de retraite : répartition, capitalisation et marchés financiers", in *Fonds de pension – Aspects économiques et financiers*, Études coordonnées par Claude Bismut et Najat El Mekkaoui-de Freitas.
- Silva, C. M. P., M. T. M. Garcia et J. P. T. Calado**, 2004. "The Financial Sustainability of the Portuguese Social Security System", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*. Vol. 29, No. 3, July, 417-439.
- Smith, M. P.**, 1996. "Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS", *The Journal of Finance* 51 (1), 227-252.
- World Bank Policy Research Report**, 1994. *Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth*. Oxford University Press.
- World Bank**, 2001. *New Ideas about Old Age Security*. Holzmann, R. and Stiglitz, J. E. (Editors).

ANNEXES

TABLEAU 1. LES ENTITÉS DE GESTION

Entités de gestion	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total	26	28	31	29	33	32	31	30	28	27	27	26	27	27	28
Entreprises d'assurance	11	12	14	12	17	17	17	17	15	14	14	13	14	14	15
%	42%	43%	45%	41%	52%	53%	55%	57%	54%	52%	52%	50%	52%	52%	54%
Sociétés de gestion	15	16	17	17	16	15	14	13	13	13	13	13	13	13	13
%	58%	57%	55%	59%	48%	47%	45%	43%	46%	48%	48%	50%	48%	48%	46%

Source : Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

TABLEAU 2. FONDS DE PENSION PARENTITE DE GESTION

Fonds de pension	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total	217	226	237	237	233	238	244	236	231	229	221	223	227	224	230
Gérés par entreprises d'assurance	81	81	81	82	86	89	90	86	80	75	69	65	58	51	46
%	37%	36%	34%	35%	37%	37%	37%	36%	35%	33%	31%	29%	26%	23%	20%
Gérés par sociétés de gestion	136	145	156	155	147	149	154	150	151	154	152	158	169	173	184
%	63%	64%	66%	65%	63%	63%	63%	64%	65%	67%	69%	71%	74%	77%	80%

Source : Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

TABLEAU 3. MONTANT DES FONDS DE PENSION PAR ENTITE DE GESTION

Montant des fonds de pension	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total	4924	6906	8232	10060	11578	12911	13767	14808	15880	16283	15186	18982	21185	22356	20282
Gérés par entreprises d'assurance	478	489	280	369	386	517	532	510	521	564	608	630	549	462	394
%	10%	7%	3%	4%	3%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	3%	3%	2%	2%
Gérés par sociétés de gestion	4445	6417	7952	9692	11192	12394	13234	14298	15358	15719	14578	18351	20636	21894	19888
%	90%	93%	97%	96%	97%	96%	96%	97%	97%	96%	96%	97%	97%	98%	98%

Unité: million euro.

Source: Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

TABLEAU 4. NOMBRE DE FONDS DE PENSION PAR TYPE

Fonds de pension	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total	217	226	237	237	233	238	244	236	231	229	221	223	227	224	230
Fermés	204	208	213	211	204	203	205	195	187	183	173	171	173	168	168
%	94%	92%	90%	89%	88%	85%	84%	83%	81%	80%	78%	77%	76%	75%	73%
Plans d'épargne-retraite	8	9	11	11	14	15	17	17	20	21	22	20	20	20	22
%	4%	4%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	7%	9%	10%	9%	9%	9%	10%
Plans d'épargne-actions	0	2	2	3	3	4	5	5	5	5	5	4	4	4	4
%	0%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Ouverts excluant plans d'épargne-retraite et plans d'épargne-actions	5	7	11	12	12	16	17	19	19	20	21	28	30	32	36
%	2%	3%	5%	5%	5%	7%	7%	8%	8%	9%	10%	13%	13%	14%	16%

Source : Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

TABEAU 5. MONTANT DES FONDS DE PENSION D'ÉPARGNE-RETRAITE ET D'ÉPARGNE-ACTIONS

Fonds de pension	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Fonds épargne-retraite	193	236	306	415	517	473	436	411	401	412	430	446	485	502	403
Fonds épargne-actions	0	1	2	6	10	13	14	15	14	16	17	17	20	19	8
Total	193	237	308	421	527	486	450	426	415	428	447	463	505	521	411

Unité: million euro.

Source : Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

TABLEAU 6. Nombre de participants et bénéficiaires de fonds de pension fermés

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Participants	197600	190933	192164	190156	188043	184075	178940	174355	161171	154570	148266	156021	155683	155697
Bénéficiaires	71994	62171	75561	88652	92202	99391	105627	110039	101869	109740	115629	109049	107821	109307
Bénéficiaires /Participants	36%	33%	39%	47%	49%	54%	59%	63%	63%	71%	78%	70%	69%	70%

Note: le nombre de participants en 1995 est rapporté à 212 fonds, et pour 1996 ce nombre est rapporté à 206 fonds.

Source: Boletins de Fundos de Pensões et Estatísticas de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

TABEAU 7. NOMBRE DE PARTICIPANTS ET DE BENEFICIAIRES DE FONDS D'EPARGNE-RETRAITE ET DE FONDS D'EPARGNE-ACTIONS

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Participants de fonds d'épargne-retraite	61565	64593	65579	65279	63230	71760	75988	72663
Participants de fonds d'épargne-actions	3436	3443	3274	2861	2429	2080	1908	1681
Total	65001	68036	68853	68140	65659	73840	77896	74344
Bénéficiaires de fonds d'épargne-retraite	3987	4989	5482	3418	4392	5244	5687	11187
Bénéficiaires de fonds d'épargne-actions	21	44	37	21	13	374	327	206
Total	3999	5033	5519	3439	4405	5618	6014	11393
Bénéficiaires /Participants	6.2%	7.4%	8.0%	5.0%	6.7%	7.6%	7.7%	15.3%

Source: Boletins de Fundos de Pensões et Estatísticas de Fundos de Pensões, 1995 to 2008, ISP.

TABLEAU 8. MONTANT DES COTISATIONS PAR TYPE DE FOND

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total des cotisations	955	1798	1161	1081	1137	1190	1364	2170	2646	1402	1704	3912	1758	1077	2591
Fermés	912	1752	1090	970	1013	1079	1269	2058	2533	1.303	1583	3714	1521	892	2457
%	95%	97%	94%	90%	89%	91%	93%	95%	95%	92%	93%	95%	87%	83%	95%
Fonds d'épargne-retraite	41	33	59	98	94	73	63	71	46	42	55	39	70	55	37
%	4%	2%	5%	9%	8%	6%	5%	3%	2%	4%	3%	1%	4%	5%	1%
Fonds d'épargne-actions	0	0.6	1	3	4	2	2	3	2	1	2	1	2	2	0.3
%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ouverts excluant plans d'épargne-retraite et plans d'épargne-actions	2	11	11	10	26	35	30	38	65	56	65	158	166	129	97
%	0.2%	0.6%	0.9%	1.0%	2.3%	3.0%	2.2%	1.8%	2%	5%	4%	4%	9%	12%	4%

Unité: millions euros.

Source: Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, et Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões, 2000-2008, ISP.

TABLEAU 9. PRESTATIONS PAR TYPE DE PENSION DE FONDOS DE PENSION FERMES

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Montant de prestations payées	551865	161586	240196	387381	414521	491351	620804	681752	762185	839619	866007	874823	906760	903034	970267	101212	103267
Vieillesse	17697	57905	86851	209166	192745	178071	259729	255951	300443	296177	321257	323717	368817	352468	382194	373212	374756
%	3%	36%	36%	54%	46%	36%	42%	38%	39%	35%	37%	37%	41%	39%	39%	37%	36%
Retraite anticipée	514	37619	54244	73338	82257	101136	129029	154168	119190	127170	119905	124047	100138	108054	91562	91923	296288
%	0,1%	23,3%	22,6%	18,9%	19,8%	21%	21%	23%	16%	15%	14%	14%	11%	12%	9%	9%	29%
Invalidité	83494	52459	78306	83798	107466	176889	194017	223916	290595	363572	374376	364581	379668	381363	429667	474340	286304
%	15%	32%	33%	22%	26%	36%	31%	33%	38%	43%	43%	42%	42%	42%	44%	47%	28%
Survie	450160	13602	20795	21079	32053	35245	38018	47716	51950	52684	62475	58119	61115	66819	72622	75324	
%	82%	8%	9%	5%	8%	7%	6%	7%	7%	6%	6%	7%	6%	7%	7%	7%	7%
Chômage de long terme ou maladie	-	-	-	-	-	-	15	0	9	16,2	-	2	18	34	25	25	6
%	-	-	-	-	-	-	0%	0%	0%	0%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Unité: milliers d'euros.

Source: Boletins de Fundos de Pensões, 1995-2008, ISP.

TABLEAU 10. PRESTATIONS PAR TYPE DE PENSION DE FONDS DE PENSION PPR, PPA ET OUVERTS

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Montant de prestations payées	4749	43471	47686	51354	61148	56157	43318	50173	54111	62282	122050
Vieillesse	3377	26740,9	31070	24753	27794	24493	28033	33167	36291	38155	88198
%	71%	62%	65%	48%	45%	44%	65%	66%	67%	61%	72%
Retraite anticipée	577	6058	4760	15779	19295	18932	1405	1857	2108	2687	5657
%	12%	14%	10%	31%	32%	34%	3%	4%	4%	4%	5%
Invalité	258	5090	6366	6864	7738	9097	9978	10167	12069	16999	22735
%	5%	12%	13%	13%	13%	16%	23%	20%	22%	27%	19%
Survie	313	2613	3977	2588	4506	1972	2497	3025	2008	2812	2428
%	7%	6%	8%	5%	7%	4%	6%	6%	4%	5%	2%
Chômage de long terme ou maladie	218	2970	1512	1371	1697	1663	1346	1957	1634	1627	3033
%	5%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	2%

Unité: milliers d'euros.

Source: Relatórios do Sector Segurador e Fundos de Pensões 1998-2008, ISP.

TABLEAU 11. LIMITES DE PLACEMENT EN CLASSES D'ACTIFS

Classe d'Actifs	Pourcentage Maximum
a) Actions, obligations convertibles ou donnant droit à l'acquisition d'actions ou d'instruments similaires	55
b) Valeurs mobilières et instruments de dette non-cotés dans les bourses des États Membres de l'UEM et de l'OECD	15
c) Unités de participation de fonds d'investissement ne respectant pas les Directives 2001/107/CE et 2001/108/CE du 21 Janvier, 2002	5
d) Terrains et Édifices (et similaires)	50
e) Terrains et Édifices utilisés par les associés ou par des sociétés avec une relation de domaine ou de groupe avec les associés	25
f) Actifs en monnaie étrangère	30

Source : Norma Regulamentar N.21/2002-R, 28.11.2002.

(<http://www.isp.pt/winlib/cgi/winlibimg.exe?key=&doc=12645&img=517>).