

**Objet: Projet de règlement grand-ducal déterminant les valeurs de la réserve de compensation du régime général d'assurance-pension pouvant être investies à travers un organisme de placement collectif. (3326BMU)**

*Saisine : Ministre de la Santé et de la Sécurité sociale (26 mars 2008)*

## AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

La loi du 6 mai 2004 sur l'administration du patrimoine du régime général de pension a mis en place un Fonds de compensation, chargé d'assurer la gestion de la réserve du régime général de pension. A cette fin, une allocation stratégique des réserves sous gestion a été retenue pour différents instruments financiers, à savoir les obligations et valeurs assimilées, les actions et valeurs assimilées, les liquidités et l'immobilier. L'allocation stratégique prévalant actuellement est décrite dans le commentaire des articles. Elle prévoit notamment que d'ici la fin 2009, la part des actions et valeurs assimilées s'établira à 24% de la réserve disponible. Pour rappel, la part correspondante était pratiquement nulle à la fin de 2004 et elle n'excédait pas 12% en décembre 2007.

Le projet de règlement grand-ducal sous avis vise à encadrer la transition vers l'allocation stratégique. A cette fin, il fixe pour chaque classe d'actifs des limites absolues d'investissement. Ainsi, l'article 2 du projet de règlement prévoit qu'en 2008 le Fonds de compensation investira en actions et en valeurs assimilées jusqu'à un plafond de 1 172 millions d'euros. Si le portefeuille d'actions effectif s'avère inférieur à cette limite supérieure, le montant non alloué sera investi sous la forme de liquidités et de valeurs assimilées.

### Résumé

Le projet de règlement grand-ducal constitue un pas important dans la bonne direction, dans la mesure où il confirme l'avènement d'une stratégie d'investissement plus diversifiée que dans un passé récent. Il devrait en découler une certaine amélioration de la soutenabilité à terme des finances publiques, avec à la clef un meilleur encadrement de la pression fiscale.

Cependant, la diversification proposée ne s'effectuera que très graduellement. La proportion d'actions et valeurs assimilées s'établira à 24% de la réserve disponible à la fin de 2009. En vertu du projet de règlement grand-ducal sous avis, cette proportion serait plus faible encore durant l'année de transition 2008. Elle s'établirait à tout au plus 16% des réserves disponibles à la fin de 2008, car l'investissement en actions buterait sur une limite absolue fixée à 1 172 millions d'euros en vertu du projet de règlement grand-ducal. Le montant d'actions et valeurs assimilées effectivement détenu par le Fonds de compensation pourrait en outre s'avérer inférieur à la limite précitée, le solde étant alors investi sous la forme de liquidités conformément au projet de règlement grand-ducal sous avis.

Ces limites encadrant l'investissement en actions paraissent bien conservatoires à l'aune de la pratique prévalant à l'étranger, voire au Luxembourg, où la proportion d'actifs investis en actions et valeurs assimilées excède fréquemment les 40%.

En soumettant les investissements en valeurs à revenu variable à des limites absolues édictées en 2008, le projet de règlement grand-ducal sous avis est de nature à contrarier la mise en œuvre par le Fonds de compensation d'une politique de diversification des risques et d'optimisation du rendement. Il en résultera des revenus du patrimoine moins élevés et une relative incapacité à répondre aux circonstances changeantes des marchés financiers.

L'allocation stratégique devrait quant à elle comporter à terme davantage que les 24% d'actions et de valeurs assimilées actuellement prévus pour la fin de 2009. Une proportion de l'ordre de 40% serait plus en phase avec la situation observée à l'étranger et même au Luxembourg. Avant même la redéfinition de l'allocation stratégique, prévue dans le courant de l'année 2008, le projet de règlement grand-ducal pourrait rehausser quelque peu la proportion relative à 2008 d'actions et valeurs assimilées. Afin de ne pas restreindre excessivement la capacité de réaction du Fonds de compensation dans un environnement financier passablement volatil, le projet pourrait en outre aménager autour de cette proportion rehaussée des marges de fluctuation explicites, de l'ordre de 5 ou 10% de part et d'autre de cette dernière proportion centrale, par exemple.

### Appréciation du projet de règlement grand-ducal :

Compétitivité de l'économie luxembourgeoise	+
Impact financier sur les entreprises	+
Transposition des directives	n.a.
Simplification administrative	n.a.
Impact sur les finances publiques	+

Appréciations:	++	:	très favorable
	+	:	favorable
	0	:	neutre
	-	:	défavorable
	--	:	très défavorable
	n.a.	:	non applicable
	n.d.	:	non disponible

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le projet de règlement grand-ducal sous avis, sous réserve de la prise en compte de ses remarques formulées dans le présent avis.

### Considérations générales

Le projet de règlement grand-ducal constitue un pas dans la bonne direction. Il consacre l'avènement d'une stratégie d'investissement plus diversifiée que dans un passé récent. Cependant, la diversification proposée ne s'effectue que très graduellement. Ainsi, il découle de l'allocation stratégique prévalant actuellement que la proportion d'actions et valeurs assimilées s'établira à 24% de la réserve disponible à la fin de 2009. En vertu du projet de règlement grand-ducal sous avis, cette proportion serait plus faible encore durant

l'année de transition 2008, sous l'effet d'une limite absolue fixée à 1 172 millions d'euros en vertu de l'article 2. Ce montant correspondrait à 18% des réserves disponibles de référence, soit les réserves enregistrées au 31 décembre 2006. Il s'agit cependant là d'une base de référence quelque peu dépassée. Selon les calculs de la Chambre de Commerce, la proportion d'actions et valeurs assimilées découlant de la limite absolue de 1 172 millions d'euros se limiterait en fait à environ 16% de la réserve disponible réactualisée, c'est-à-dire celle qui peut d'ores et déjà être anticipée pour la fin de 2008. De surcroît, le montant de 1 172 millions d'euros constitue bel et bien une limite supérieure. Le montant d'actions et valeurs assimilées détenu par le Fonds de compensation pourrait en définitive s'avérer bien inférieur, le solde étant alors investi sous la forme de liquidités.

La limite supérieure encadrant l'investissement en actions et valeurs assimilées paraît bien conservatoire à l'aune de la pratique prévalant à l'étranger ou même au Luxembourg. Il en est d'ailleurs de même de l'allocation stratégique à moyen terme.

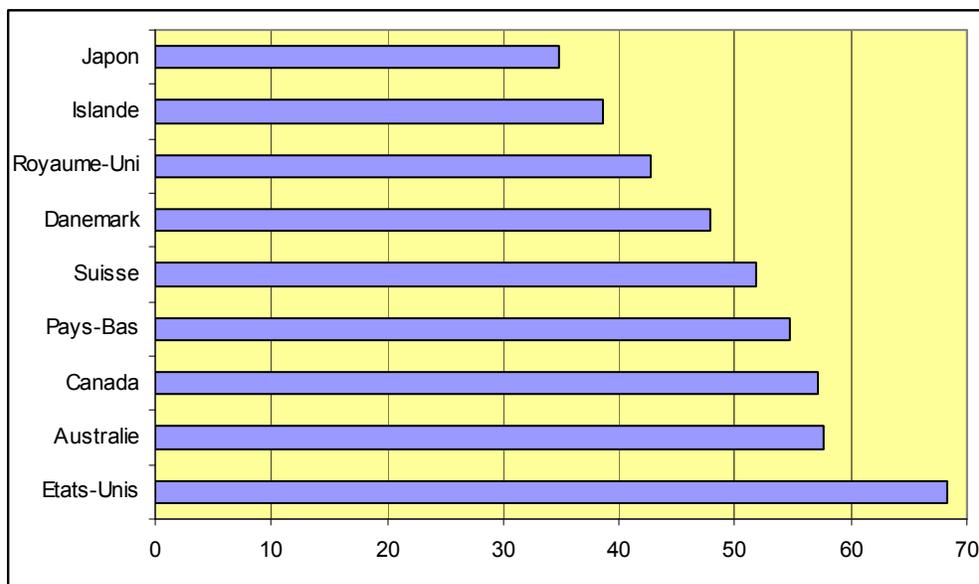
### **Stratégies d'investissement : quelques expériences à l'étranger et au Luxembourg**

Les proportions d'actions et valeurs assimilées observées dans divers véhicules d'investissement à travers le monde sont généralement beaucoup plus élevées que les proportions visées par le projet de règlement grand-ducal pour 2008 ou même que les proportions correspondantes découlant de l'actuel objectif stratégique à moyen terme. En témoignent notamment les fonds de pension privés étrangers, divers fonds souverains ou encore les fonds d'investissement luxembourgeois.

Le graphique ci-dessous, élaboré à partir de données de l'OCDE, reprend la proportion d'actions et autres participations dans divers pays où les actifs des fonds de pension privés atteignent ou excèdent 20% du PIB, ce dernier seuil visant à focaliser l'avis sur les pays où ces fonds exercent un rôle réellement déterminant. Ce graphique met clairement en relief l'importance du placement en actions et valeurs assimilées dans ces pays. Cette classe d'instruments financiers excède même 50% du portefeuille total dans trois pays anglo-saxons (Etats-Unis, Australie et Canada) ainsi que dans deux pays européens (Pays-Bas et Suisse). Par ailleurs, dans l'ensemble des pays considérés, la proportion d'actions et valeurs assimilées excède nettement l'allocation stratégique de 24% envisagée au Luxembourg et, a fortiori, la limite de 18% pour 2008, qui fait l'objet du projet de règlement grand-ducal sous revue.

Graphique 1. Proportions des actions et autres participations dans le portefeuille des fonds de pension privés

(en pourcentages des actifs totaux)



Sources : OCDE, statistiques sur les actifs des investisseurs institutionnels. Année 2006 ou à défaut 2005.

Divers fonds souverains étrangers, dont le financement des pensions futures constitue souvent une mission essentielle, ont également concédé une place de choix aux actions et valeurs assimilées. Ainsi, le portefeuille total du Government Pension Fund – Global de Norvège (GPF) se composait d’actions à concurrence de 41% au 31 décembre 2007. En 2007, les autorités norvégiennes ont d’ailleurs décidé de porter cette proportion à 60% au cours des prochaines années. Le Permanent Fund d’Alaska investissait pour sa part, toujours à la fin de 2007, 54% de ses actifs en actions cotées et 4% en participations non cotées, soit 58% au total pour les actions et valeurs assimilées. Ces fonds bénéficient pourtant du concours permanent de comités d’experts et sont soumis au contrôle de comités ad hoc, de sorte qu’ils sont peu susceptibles d’endosser une stratégie de placement comportant des risques excessifs. Ces stratégies d’investissement ont en tout cas permis de hisser le rendement nominal des réserves à 6% par an pour le GPF et à quelque 16% pour le fonds d’Alaska au cours de la décennie s’achevant en 2006.

L’intérêt d’une stratégie de diversification pleinement assumée est d’ailleurs également illustré au Luxembourg même. Selon la CSSF, les actifs totaux des organismes de placement collectif de droit luxembourgeois (OPC) se montaient à quelque 2 059 milliards d’euros au 31 décembre 2007. Ces actifs se composaient à raison de 37,5% de valeurs mobilières à revenu variable, soit pratiquement l’équivalent des valeurs mobilières à revenu fixe (38,0% des actifs totaux). En valeur absolue, les valeurs mobilières à revenu variable détenues par les OPC luxembourgeois se sont montées à 773 milliards d’euros à la fin de 2007, ce qui représente 21 fois le PIB annuel du Grand-Duché.

Ces OPC investissaient par ailleurs 12,6% de leurs actifs sous la forme de fonds de fonds, qui sont également susceptibles d’investir en actions, de sorte que l’exposition totale des OPC aux actions et valeurs assimilées excède les 37,5% susmentionnés.

## L'intérêt d'une stratégie de placement pleinement diversifiée

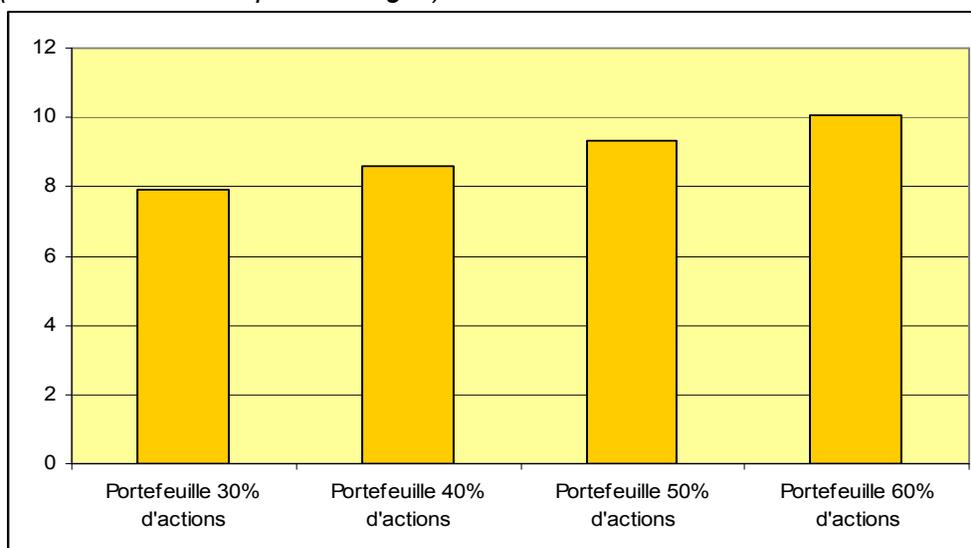
Les importantes proportions d'actions et valeurs assimilées observées dans nombre de pays étrangers et même au Luxembourg s'inscrivent dans le droit fil de la logique économique. Si ces actifs sont entachés d'un risque certain sur un horizon de placement de court terme, il en est tout autrement lorsque la stratégie d'investissement se déploie sur des horizons de moyen ou de long terme. Par ailleurs, le rendement moyen des actions est en moyenne nettement plus élevé que celui des titres à revenu fixe.

Une étude publiée par Franco Modigliani et Arun Muralidhar en 2004 met bien en exergue l'intérêt d'une stratégie d'investissement réservant une place importante aux actions et valeurs assimilées. Les principaux résultats de cette étude appliquée aux Etats-Unis sont repris dans le graphique ci-joint. Ce graphique, qui se rapporte à la période 1926-2001, indique le rendement de divers portefeuilles en fonction de la proportion d'actions qu'ils renferment. A la faveur du rendement élevé des actions (plus-values et dividendes cumulés), les portefeuilles renfermant une importante proportion d'actions se sont avérés les plus performants sur cette période, qui comporte pourtant l'épisode 1929-1931.

La question du rendement est très déterminante au Luxembourg. Sous l'hypothèse d'un rendement additionnel des actions par rapport aux obligations de l'ordre de 4% (il s'agit de l'« Equity premium » souvent mentionnée dans la littérature économique), un rehaussement de 20% de la proportion de la réserve de compensation investie en actions et en valeurs assimilées donnerait lieu à un accroissement permanent de 0,8% du rendement moyen des actifs. Compte tenu du niveau actuel de la réserve de compensation, il en résulterait un gain annuel proche de 60 millions d'euros – et même davantage à terme.

Graphique 2. Rendement nominal de divers portefeuilles en fonction de la proportion d'actions et valeurs assimilées (Etats-Unis, 1926-2001)

(Taux nominaux en pourcentages)



Sources : Franco Modigliani et Arun Muralidhar, *Rethinking Pension Reform*, Cambridge University Press, 2004.

Note: portefeuilles renfermant une proportion variable d'actions américaines, le solde de ces portefeuilles étant placé en obligations du Trésor U.S. à 20 ans.

## **Les enseignements pertinents du point de vue du projet de règlement grand-ducal**

En soumettant les investissements en valeurs à revenu variable à des limites absolues édictées en 2008, le projet de règlement grand-ducal sous avis pourrait contrarier la mise en œuvre par le Fonds de compensation d'une politique de diversification des risques et d'optimisation du rendement. Il en résultera des revenus du patrimoine moins élevés que dans le cadre d'une politique d'investissement active et une relative incapacité à s'ajuster aux circonstances changeantes des marchés financiers. Lorsque la proportion d'actions et valeurs assimilées du Fonds sera proche de la limite fixée par le projet sous avis, le Fonds ne sera en effet plus en mesure d'acquiescer davantage d'actifs de ce type, même si les circonstances l'imposent – par exemple en cas de déclin du cours des obligations durant la période couverte par le projet de règlement grand-ducal.

L'allocation stratégique devrait quant à elle comporter à terme davantage que les 24% d'actions et de valeurs y assimilées actuellement prévus pour la fin de 2009. Une proportion de l'ordre de 40% serait plus en phase avec la situation observée à l'étranger et même au Luxembourg. Avant même la redéfinition de l'allocation stratégique, prévue dans le courant de l'année 2008, le projet de règlement grand-ducal pourrait fixer une proportion d'actions et valeurs assimilées plus élevée que les 18% prévus dans le projet de règlement – qui dans les faits ne représentent qu'environ 16% de la réserve disponible. Afin de ne pas restreindre excessivement la capacité de réaction du Fonds de compensation, le projet de règlement grand-ducal pourrait en outre aménager autour de cette proportion rehaussée des marges de fluctuation explicites, par exemple de l'ordre de 5 ou 10% du portefeuille de part et d'autre de cette dernière proportion. L'absence de limite absolue rigide permettrait de mieux réagir à la volatilité des marchés financiers.

\* \* \*

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le projet de règlement grand-ducal sous avis, sous réserve de la prise en compte de ses remarques formulées ci-avant.

BMU/SDE