

CEPII

L'économie mondiale 2008



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

Les dossiers thématiques

IV / Mettre les fonds de pension au service de la croissance

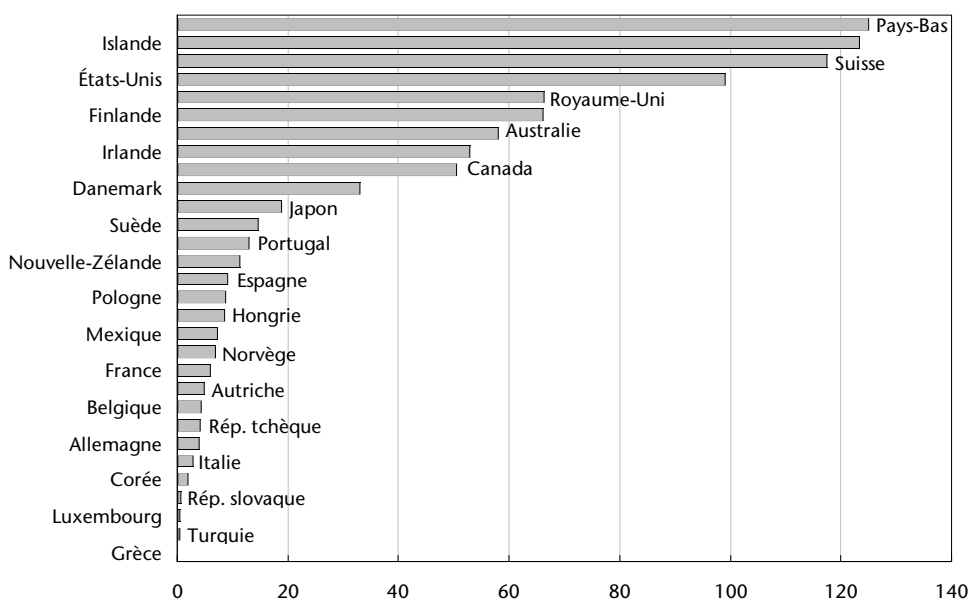
*Benoît Coeuré**

Le débat français sur la réforme des retraites a longtemps été marqué par l'opposition entre la répartition, où les pensions sont payées chaque année par les cotisations des salariés actifs, et la capitalisation, où les salariés épargnent, individuellement ou collectivement, en vue de leur retraite future. Des éléments de capitalisation ont été introduits en France : le Fonds de réserve des retraites en 1998, les plans d'épargne retraite populaire en 2003, mais la répartition demeure la référence. Or les Français ignorent souvent que d'autres pays ont choisi de généraliser l'épargne retraite et que les fonds de pension y atteignent des tailles considérables (graphique 1).

L'objet de ce chapitre n'est pas de revenir sur le choix entre répartition et capitalisation, mais d'éclairer à la lumière des évolutions les plus récentes les questions que posent l'organisation de ces « nouveaux géants », leur spécificité en tant qu'intermédiaires financiers et leur influence sur les marchés financiers mondiaux. L'ingénierie financière peut-elle aider les fonds de pension à honorer leurs engagements ? Les risques financiers et démographiques sont-ils supportés de manière équitable par les cotisants et les retraités ? Comment faire en sorte que l'épargne collectée par les fonds de pension soit investie dans l'économie productive et contribue ainsi à la croissance de long terme, sans faire peser trop de risques sur les futurs retraités ? Pour répondre à ces questions, il faut faire appel aussi bien à la microéconomie qu'à la macroéconomie et à la finance.

* Benoît Coeuré est professeur chargé de cours de sciences économiques à l'École polytechnique.

Graphique 1. Actifs gérés par les fonds de pension en 2005
(en % du PIB)



Source : OCDE, *Global Pension Statistics*.

Les fonds de pension : un univers très varié

Le terme de « fonds de pension » recouvre aussi bien des régimes professionnels par entreprise ou par branche d'activité – fonction publique, métallurgie, médecins... –, comme aux Pays-Bas, que des plans d'épargne retraite individuels, comme au Chili. Ces deux systèmes ont leurs avantages et leurs inconvénients. Les plans individuels sont plus flexibles et favorisent la mobilité des travailleurs, mais leurs coûts de gestion sont démultipliés. Les régimes professionnels collectifs économisent les coûts de gestion et de commercialisation. Ils permettent de mutualiser les risques non seulement entre un employeur et ses salariés, mais aussi et surtout entre les différentes générations de salariés. Les fonds de pension collectifs sont aussi plus adaptés pour guider les ménages dans leurs choix d'investissement (encadré 1).

Il y a deux types de fonds de pension : à cotisations définies ou à prestations définies. Dans les premiers, le montant des pensions versées n'est pas garanti : il dépend des cotisations accumulées et du rendement financier des placements du fonds. Ces régimes se prêtent bien à la portabilité des droits à retraite quand les salariés changent d'employeur. Dans les seconds, la pension est garantie sur la base du salaire en fin de carrière et de

Encadré 1. Le problème de la culture financière

En 1988, le gouvernement britannique a incité ses concitoyens à souscrire à des plans individuels d'épargne retraite. Nombre d'entre eux ont exercé cette option pour adhérer à des plans qui se sont révélés moins avantageux que leur régime d'entreprise. En décembre 2001, plus de 500 000 investisseurs avaient dû être indemnisés. Cet épisode tristement célèbre de mévente de plans d'épargne retraite (*Pension Misselling*) illustre la vulnérabilité des épargnants face aux choix d'investissement. Les ménages subissent l'agressivité commerciale, voire la mauvaise foi des prestataires de services financiers et souffrent d'un manque de culture financière et d'une certaine myopie.

Annamaria Lusardi et Olivia Mitchell ont découvert que moins d'un tiers des Américains âgés de plus de cinquante ans déclarent avoir tenté de planifier leur retraite et seulement deux tiers d'entre eux déclarent y être arrivés. Seulement la moitié d'entre eux répondent correctement à la question suivante : « Investir dans les actions d'une seule société produit-il en général un rendement plus sûr qu'investir dans un fonds commun de placement ? » La situation est encore plus préoccupante en Europe, où les ménages font preuve d'un optimisme excessif sur leurs pensions. Les enquêtes analysées par Tito Boeri, Axel Boersch-Supan et Guido Tabellini révèlent que près d'un salarié européen sur deux croit à tort que le système public d'assurance vieillesse est équilibré ou en excédent. Près d'un tiers des Italiens et un Allemand sur deux croient que leurs cotisations à ce régime serviront à payer leurs propres retraites.

Que faire ? Il faut bien sûr améliorer la culture financière des ménages, et l'OCDE a lancé des programmes en ce sens. Mais il faut aussi restreindre le choix des ménages en les obligeant à participer à des fonds de pension collectifs avec un nombre limité d'options d'investissement.

Il faut en outre fournir aux affiliés une information de qualité sur leurs perspectives financières. Cela facilitera par ailleurs la portabilité des droits en cas de changement d'activité. Pour cela, il faudrait définir au niveau européen un format harmonisé pour les informations à restituer aux affiliés sur leurs droits et sur la performance du fonds, dans l'esprit de la directive « Fonds de pension » de 2003. L'exemple à suivre est l'« enveloppe orange » que reçoivent chaque année les ménages suédois et qui détaille leurs droits à retraite.

la durée de cotisation. Ces régimes ont été conçus à l'origine pour des salariés qui effectuaient toute leur carrière dans la même entreprise et dont la rémunération progressait avec l'ancienneté. Ils comportent souvent un abondement de l'entreprise.

Les fonds de pension doivent être en mesure d'honorer leurs engagements, c'est-à-dire de verser les pensions. Dans les régimes à cotisations définies, si le rendement financier est insuffisant, l'ajustement est automatique et pèse sur les nouveaux retraités : les pensions sont minorées. En revanche, les fonds à prestations définies peuvent plonger dans le rouge si les actifs financiers sont insuffisants. Quand le régime est adossé à

une entreprise, c'est elle qui éponge le déficit. Ses engagements de retraite font en effet partie de son passif au même titre que sa dette financière. En l'absence d'un tel « sponsor », le poids de l'ajustement doit être partagé entre les affiliés.

Les techniques financières utilisées par les fonds de pension pour adapter la structure de leur actif à leur passif...

Pour éviter les déficits, les fonds de pension à prestations définies peuvent s'assurer contre les risques qui affectent leur bilan, en particulier le risque de longévité et le risque de taux. Le premier risque provient de l'incertitude sur l'espérance de vie des affiliés. Selon le cabinet Hewitt, l'interdiction de fumer dans les lieux publics, qui augmente l'espérance de vie, aurait creusé de 15 à 20 milliards de livres le déficit des fonds de pension britanniques. Le risque de taux vient de ce que l'équilibre financier des fonds est apprécié en comparant la valeur de marché des actifs à la valeur actualisée des engagements, c'est-à-dire des pensions qui devront être versées à partir d'aujourd'hui et sur une période très longue, qui dépasse cinquante ans. Quand le taux d'intérêt baisse, la valeur de l'actif augmente, dans des proportions qui dépendent de la composition du portefeuille du fonds (actions ou obligations notamment). Si ce taux d'intérêt est celui utilisé pour actualiser les engagements, leur valeur actualisée augmente également. Le risque de taux provient de ce que l'actif et le passif n'ont généralement pas la même sensibilité aux taux d'intérêt : une baisse des taux à long terme se traduit, en règle générale, par une hausse de la valeur du passif plus importante que celle de l'actif. Dans ces conditions, le taux de couverture du fonds, défini comme le rapport entre la valeur des actifs et la valeur actualisée des engagements, se détériore (encadré 2).

Jusqu'à une date récente, les engagements des fonds de pension à prestations définies étaient valorisés avec un taux d'actualisation fixe, par exemple 4 % par an. Mais, depuis quelques années, les règles prudentielles et les normes comptables ont évolué en direction d'une comptabilisation en juste valeur où la courbe des taux d'intérêt de marché est utilisée pour actualiser les versements. Selon les pays, il s'agit du taux des obligations d'État, du taux moyen des obligations émises par les entreprises ou du taux observé sur le marché des contrats d'échange de taux

Encadré 2. L'arithmétique déplaisante des taux d'intérêt à long terme et des taux de couverture

Soit un fonds de pension versant à chaque période $t > 1$ des pensions l_t qui croissent au taux constant $\lambda > 0$ (on néglige la hausse des prix, l_t peut donc être interprété indifféremment en euros constants ou en euros courants). L'actif du fonds est investi dans N obligations perpétuelles versant un taux d'intérêt $r > \lambda$ fixe. La réglementation impose de valoriser les engagements en prenant r comme taux d'actualisation.

$$\text{La valeur de marché du passif est } L = \sum_{k=1}^{\infty} (1+r)^{-k} l_k = \frac{1+\lambda}{r-\lambda} l_0.$$

$$\text{La valeur de marché de l'actif est } A = Np \text{ où } p = \frac{1}{r}.$$

On voit qu'une baisse de r se traduit par une hausse de la valeur du passif plus importante que celle de l'actif : le taux de couverture du fonds A/L se détériore. Pour atteindre un objectif donné de taux de couverture, une baisse du taux d'intérêt à long terme oblige le fonds à augmenter N , c'est-à-dire à acheter un plus grand nombre d'obligations, conduisant à une nouvelle baisse des taux.

(taux de *swap*). Cette mesure en juste valeur des engagements des fonds de pension va dans le bon sens car elle accroît la transparence, favorise la portabilité des droits à retraite, qui peuvent être transférés à tout moment d'un fonds à l'autre sur la base de leur valeur de marché, et permet d'utiliser des instruments financiers pour gérer plus finement les risques. Mais le passage d'un taux fixe à des taux de marché crée un risque de taux sur le passif du fonds, qui n'est généralement pas couvert par une variation équivalente de la valeur de l'actif. En outre, cette évolution n'a pas lieu au même rythme et selon les mêmes modalités dans les différents pays (encadré 3).

Au début des années 2000, dans tous les pays, la baisse des taux s'est conjuguée avec la révision à la hausse de la longévité et la performance médiocre des marchés boursiers pour dégrader le taux de couverture des fonds de pension. Le rebond des marchés boursiers a permis une amélioration depuis 2003 (graphique 2).

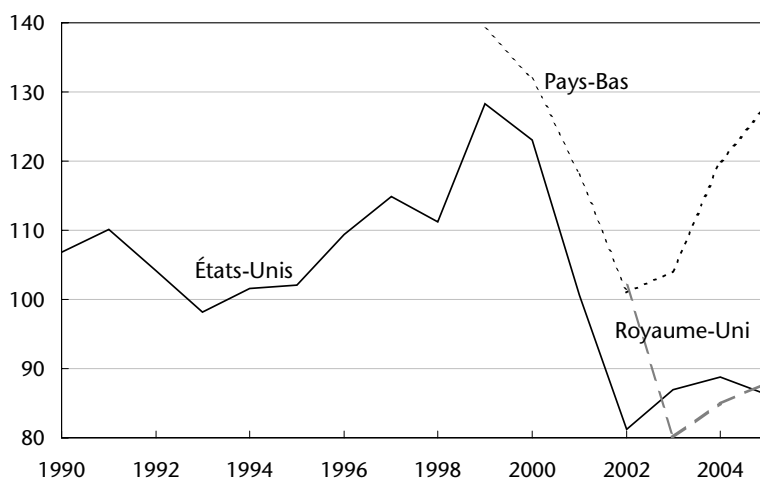
Il est difficile pour un fonds de pension de s'assurer contre le risque de longévité, pour lequel il n'y a pas de marché. Mais, pour se protéger des mouvements des taux d'intérêt, il existe des solutions ingénieuses, dites de *Liability-Driven Investment* ou LDI (investissement adapté aux engagements). La solution la plus simple consiste à adosser les engagements du fonds à des titres à taux fixe de même horizon. Mais ceci pose un problème

Encadré 3. La nécessaire harmonisation de la réglementation des fonds de pension

L'hétérogénéité des normes comptables et des normes de solvabilité qui s'appliquent aux fonds de pension fait obstacle à la mobilité des travailleurs, la portabilité des pensions étant impossible en pratique. Elle dissuade aussi les fusions et acquisitions, qui butent sur la difficulté de valoriser et de transférer les engagements sociaux des entreprises restructurées. Ces problèmes existent au sein même de chaque pays : en 2004, le fonds d'investissement Permira a renoncé à acheter les magasins WH Smith en raison de la valeur de leurs engagements de retraite. Ils sont particulièrement dommageables au sein du marché unique européen.

L'harmonisation doit reposer sur des principes simples : taux de couverture minimal des engagements à prestations définies, mesure en juste valeur de ces engagements. L'écart entre les normes comptables et la réglementation prudentielle doit être éliminé : ainsi, la norme comptable internationale IAS 19, appliquée en Europe aux comptes consolidés des sociétés cotées, valorise les engagements sociaux avec le taux des obligations AA alors que dans plusieurs pays la réglementation prudentielle fait référence aux taux de *swap*, qui sont plus bas et conduisent donc à une valeur plus élevée des engagements. Les règles d'indexation sur l'inflation doivent aussi être clarifiées pour éviter l'illusion de taux de couverture artificiellement élevés et inciter les fonds à couvrir les risques liés à l'inflation avec les techniques financières appropriées. Enfin, des progrès sont nécessaires en matière de portabilité des pensions (une directive est en cours de discussion à Bruxelles sur ce sujet mais semble progresser lentement) et de fiscalité applicable aux cotisations. Dans tous ces domaines, il serait plus facile de progresser au niveau européen s'il existait un régulateur européen des pensions.

Graphique 2. Taux de couverture des fonds de pension, 1990-2005 (en %)



Sources : États-Unis : Pension Benefit Guarantee Corporation (sociétés du S&P 500) ; Pays-Bas : Banque nationale des Pays-Bas ; Royaume-Uni : Lane, Clark & Peacock (sociétés du FTSE 100).

collectif puisque, dans ce cas, la sécurité des fonds de pension est obtenue au détriment du financement de l'économie, les fonds n'investissant plus en actions. Le risque de taux peut aussi être transféré aux banques au moyen de contrats d'échange de taux (*swaps*) qui peuvent être structurés sur mesure pour correspondre à la maturité des droits.

... créent des risques inédits pour la stabilité financière

L'idée promue par les banques, selon laquelle la technique financière permettrait aux fonds de pension d'éliminer entièrement le risque de taux n'est en réalité qu'une illusion.

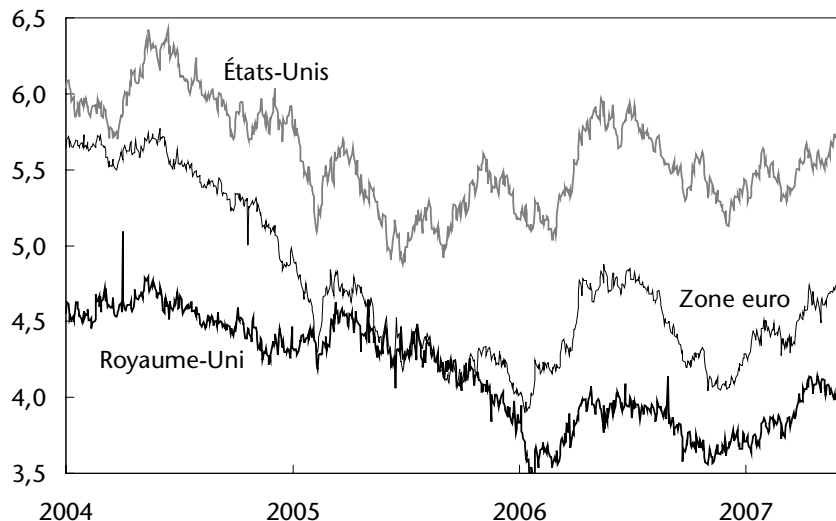
Les solutions de LDI transfèrent les risques à des intermédiaires financiers dont le rôle est, en principe, de les distribuer dans le marché. Ceci suppose de trouver des acteurs économiques disposés à supporter le risque de taux, c'est-à-dire à verser un revenu fixe pendant plusieurs dizaines d'années. En pratique, seul l'État remplit ce rôle, ce qui n'est pas suffisant. Le risque est alors grand que les banques accumulent les risques dans leur bilan, avec la possibilité de réactions en chaîne et d'une contraction de l'offre de crédit en cas de remontée brutale des taux d'intérêt. Et si les États finissent par prendre tous les risques à leur compte, cela ne fait que repousser le problème dans le temps au détriment des contribuables futurs.

Par ailleurs, la solution qui consiste à augmenter la proportion de titres à taux fixe dans le portefeuille des fonds de pension se heurte, compte tenu de la taille des fonds, à une offre très insuffisante d'obligations de la part des gouvernements et plus encore des entreprises. La pénurie de titres à taux fixe fait mécaniquement monter leur prix et baisser leur taux. Et le fait que ces taux soient eux-mêmes utilisés pour valoriser les engagements au passif crée un cercle vicieux qui amplifie leur baisse. Ce mécanisme a joué brutalement au Royaume-Uni en 2005 et au début 2006 du fait de la taille des fonds de pension et de l'étroitesse du marché obligataire en sterling, qui n'a pas la profondeur du marché en euro (graphique 3).

L'appétit accru pour les produits de taux à très long terme est aussi perceptible aux États-Unis, où le Trésor a repris les émissions d'obligations à trente ans, suspendues à l'automne 2001, et dans la zone euro, où la France a émis 13 milliards d'euros d'obligations à cinquante ans en 2005 et 2006. Compte tenu du

Graphique 3. La chute des taux d'intérêt à très long terme : taux à quinze ans anticipé dans quinze ans

(en % par an)



Source : Agence France Trésor.

rôle central des taux d'intérêt sans risque dans la valorisation des actifs financiers, la baisse des rendements peut se généraliser à l'ensemble des actifs financiers. Elle peut aussi constituer un problème pour la politique monétaire menée par les banques centrales, puisqu'elle déconnecte l'évolution des taux d'intérêt à long terme de celle des taux à court terme.

Des régimes « hybrides » pour clarifier le partage des risques

Comme nous venons de le voir, les fonds de pension ne peuvent pas totalement éliminer le risque de taux mais leurs efforts dans cette direction ont deux conséquences fâcheuses : ils créent des risques pour la stabilité financière, et ils conduisent les fonds à cesser d'investir en actions, c'est-à-dire de financer la croissance de l'économie. S'ils veulent retrouver leur rôle social, les fonds de pension ne peuvent plus se contenter de chercher à transférer leurs risques au marché. Ils doivent engager un travail en profondeur sur le contrat qui les lie à leurs affiliés.

Les fonds de pension sont en pleine mutation. Les régimes à prestations définies sont progressivement remplacés par des régimes à cotisations définies. Les régimes collectifs d'antan où des entreprises garantissaient une pension à leurs employés et

supportaient tout le risque résiduel, sont remplacés par des fonds de pension spécialisés, sans lien avec l'entreprise. Cette évolution, qui n'est pas achevée, est bienvenue à tous égards. Les fonds de pension spécialisés peuvent se concentrer sur l'intérêt financier de leurs membres et limiter les conflits d'intérêt. Ils permettent aux travailleurs de ne pas lier l'avenir de leur retraite à la santé financière de l'entreprise pour laquelle ils travaillent et où ils ont déjà investi tout leur capital professionnel. De leur côté, les entreprises n'ont pas vocation à devenir des sortes de sociétés d'assurance dont l'activité principale serait devenue de verser des pensions. En 2006, selon le cabinet britannique Mercer, la valeur des engagements de retraite atteignait 31 % de la capitalisation boursière des grandes sociétés allemandes, 26 % au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, 15 % aux États-Unis et 10 % en France.

La spécialisation des fonds de pension va dans le bon sens, à condition d'être clair sur la manière dont les risques sont partagés. Les affiliés aux fonds de pension n'ont en général aucune idée du contrat implicite qui les lie au fonds. Si une chute des cours boursiers ampute la valeur de son portefeuille financier, celui-ci va-t-il diminuer les pensions des nouveaux retraités ou augmenter les cotisations des actifs ?

La manière de partager les risques qui serait la plus efficace au plan économique serait de faire basculer progressivement les affiliés, en fonction de leur âge, des cotisations définies vers les prestations définies. Ce régime « hybride » permettrait de lisser sur longue période le revenu des participants tout en sécurisant le versement des pensions. Les jeunes travailleurs supporteraient un risque financier (le risque sur le rendement futur de leurs cotisations) et démographique (le risque d'évolution de l'espérance de vie), tandis que les travailleurs âgés auraient droit à des revenus fixes. Tout se passerait comme si les plus jeunes détenaient des « parts » du fonds de pension, comparables à des actions, tandis que les plus vieux détiendraient des obligations puis des rentes. Ce partage du risque serait optimal car les travailleurs âgés ont un horizon court et dépendront bientôt entièrement de leur pension future, qui doit donc leur être garantie, tandis que les jeunes ont un horizon plus long et sont donc plus à même d'absorber le risque de fluctuation de la valeur de marché de leurs droits à retraite. On peut objecter toutefois que les jeunes prennent déjà un risque important en spécialisant leur capital humain et qu'ils font face à des contraintes de liquidité, ce qui pourrait plaider pour des investissements moins risqués.

Un tel dispositif ne serait pas nécessaire s'il existait un marché secondaire liquide pour des instruments financiers continents comme les obligations indexées sur l'espérance de vie et les obligations indexées sur les salaires. Chaque travailleur pourrait alors gérer son risque de manière décentralisée. Mais ces marchés n'existent pas et on sait bien que le marché des rentes souffre d'un problème d'antisélection qui handicape son développement. La gestion des risques liés à la retraite ne peut être laissée aux marchés financiers, et c'est bien la raison d'être des fonds de pension. S'ils restructureraient intelligemment leurs passifs, ces derniers pourraient continuer à investir dans des actifs risqués et à soutenir l'innovation et la croissance économique.

Accompagner l'allongement de la durée d'activité en Europe

La réorganisation des fonds de pension ne suffira pas à permettre aux économies européennes d'affronter les conséquences du vieillissement. Il faut aussi, en complément, que les gouvernements rétablissent l'équilibre des systèmes de retraite par répartition et réforment les marchés du travail.

Pour parvenir à l'équilibre des systèmes de retraite par répartition, il faut modifier leurs paramètres : taux et assiette des cotisations, règles de calcul des pensions, en commençant par augmenter la durée de cotisation pour accompagner la hausse de l'espérance de vie.

Quant à la réforme des marchés du travail, elle doit avoir pour objectif de permettre aux travailleurs d'amortir les risques sur une vie active plus longue. Pour cela, il faut investir massivement dans le capital humain, aussi bien au profit des travailleurs les plus âgés (pour accompagner l'allongement de la vie active et mieux absorber les fluctuations de la longévité) que des travailleurs les plus jeunes (pour leur permettre de prendre plus de risques financiers). Cela permettrait également d'allonger l'horizon d'investissement dans la formation et rendrait les parcours professionnels plus fluides en relâchant le lien entre âge et carrière professionnelle. On éviterait ainsi que soit concentré sur quelques années seulement l'investissement dans la carrière professionnelle et dans l'éducation des enfants comme c'est le lot des couples modernes, en particulier dans le Nord de l'Europe.

Les trois réformes évoquées – réformes des fonds de pension, des systèmes par répartition et du marché du travail – sont complémentaires. Leur mise en œuvre permettrait tout à la fois de rétablir la confiance des travailleurs européens dans les systèmes de retraite, de développer leur capital humain, et d’investir l’épargne retraite dans l’économie productive. Ce serait une contribution importante à l’objectif que s’est donné l’Union européenne, dans le cadre de la stratégie de Lisbonne, de devenir « l’économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde ».

Bibliographie

- BOERI T., BOVENBERG L., CŒURÉ B. et ROBERTS A. [2006], *Dealing With the New Giants : Rethinking the Role of Pension Funds*, ICMB/CEPR, Londres.
- BOERI T., BOERSCH-SUPAN A. et TABELLINI G. [2001], « Would you like to shrink the welfare state ? The opinions of European citizens », *Economic Policy*, n° 32, p. 7-50, avril.
- FINKELSTEIN A. et POTERBA J. [2004], « Adverse selection in insurance markets : policyholder evidence from the United Kingdom annuity market », *Journal of Political Economy*, vol. 112, p. 183-208.
- GOLLIER C. [2005], « Optimal portfolio management for individual pension plans », *Document de travail de l’IDEI*, n° 298, novembre.
- LEGROS F. [2001], « La réforme des régimes de pension entre choix politique et contraintes économiques », in *L’Économie mondiale 2002*, La Découverte, coll. « Repères », Paris.
- LUSARDI A. et MITCHELL O. [2006], « Financial literacy and planning : implication for retirement wellbeing », document de travail présenté à la conférence annuelle de l’American Economic Association, octobre.
- VISCO I. [2005], « Ageing and pension system reform : implication for financial markets and economic policies », Rapport pour les Suppléants du G-10, *OECD Financial Market Trends*, Supplément n° 1, novembre.