

5



De 27 billions de dollars, les actifs des fonds de pension ont baissé de plus de 5 billions durant la crise. Les prestations de retraite en seront affectées de façon inégale : les plus touchés seront les travailleurs les plus âgés, tandis que les personnes affiliées à des régimes à prestations définies s'en sortiront probablement mieux. Cependant, avant même la crise, certains en appelaient déjà à la réforme des pensions.

Les retraites et la crise



En guise de préambule...

Lorsque la plate-forme pétrolière *Deepwater Horizon* a explosé dans le golfe du Mexique, entraînant la mort de 11 personnes, le monde entier s'est passionné pour ce qui allait se révéler le pire désastre environnemental de l'histoire des États-Unis. Au fil des semaines, à mesure qu'on essayait en vain d'arrêter la fuite, les coûts de nettoyage et les dommages potentiels ont pris de l'ampleur, et les marchés sont devenus de plus en plus nerveux au sujet de BP.

Puis les médias britanniques ont commencé à insister sur un autre aspect de l'histoire. Le 2 juin 2010, le *Daily Express* titrait : « Le désastre de BP fait sombrer nos retraites. »

La veille, le chroniqueur économique de la BBC Robert Peston avait expliqué de quoi il retournait : « Comme BP est un placement phare pour la plupart des fonds de pension britanniques, [la perte de 40 milliards de livres de sa capitalisation boursière] réduit de dizaines de milliards la richesse des millions de Britanniques qui épargnent pour leur retraite. Les dividendes versés par BP représentant environ 8 % de l'ensemble des revenus de ces fonds (et une proportion plus grande encore de tous les dividendes d'entreprise), si la marée noire du golfe du Mexique affecte indirectement la capacité de BP de verser des dividendes, eh bien, beaucoup d'entre nous se sentiront un peu plus pauvres. »

Comme le montre cet exemple, les fonds de pension font partie intégrante de la vie économique des pays de l'OCDE et de leurs ressortissants. La plupart des travailleurs sont (ou seront) affectés par l'augmentation ou la baisse de la valeur des retraites. Avec des actifs représentant des milliers de milliards de dollars, ces fonds jouent un rôle majeur sur les marchés financiers mondiaux. Et ils pèsent également lourd dans l'économie réelle. Ils investissent dans un large éventail d'entreprises afin de réduire leur vulnérabilité aux chocs – y compris des chocs majeurs comme celui dû à BP – et d'assurer leur rentabilité à long terme.

Mais ils ne sont pas tout-puissants. L'effondrement des marchés financiers à l'origine de la Grande Récession a eu des effets immédiats sur leurs actifs, effaçant en quelques mois les gains accumulés au fil des années. D'où des inquiétudes immédiates : les gens allaient-ils perdre leur retraite ou recevoir bien moins que ce qu'ils attendaient ?

► Ces peurs sont-elles justifiées ? Et que devrait-on faire pour empêcher qu'une telle situation ne se répète ? Dans ce chapitre, nous examinerons les répercussions de la crise financière sur les différents groupes de travailleurs et de retraités, tout en montrant quels sont les pays les plus touchés. Nous aborderons également les mesures que les gouvernements peuvent prendre pour aider ceux qui sont déjà affectés et s'assurer que les prestations à venir seront protégées.

Qu'est-il arrivé ?

En 2007, juste avant la crise, la valeur des fonds de pension atteignait 27 000 milliards de dollars. Selon la Banque mondiale, le PIB mondial s'élevait alors à 55 000 milliards. Le marché immobilier, les obligations de société et les dépôts représentaient environ la moitié des investissements des fonds de pension.

Après cinq années d'augmentation régulière, la Bourse s'est effondrée en 2008, tout comme les marchés immobiliers, entraînant une chute de 3 500 milliards de la valeur des actifs des fonds de pension. Toutes les valeurs n'ont cependant pas été affectées. Alors que les Bourses cédaient à la panique et qu'on en venait à craindre une implosion de l'ensemble du système, les obligations d'État, ternes mais fiables, ont commencé à devenir attrayantes. L'indice mondial des obligations d'État a ainsi augmenté de 7 % environ en 2008.

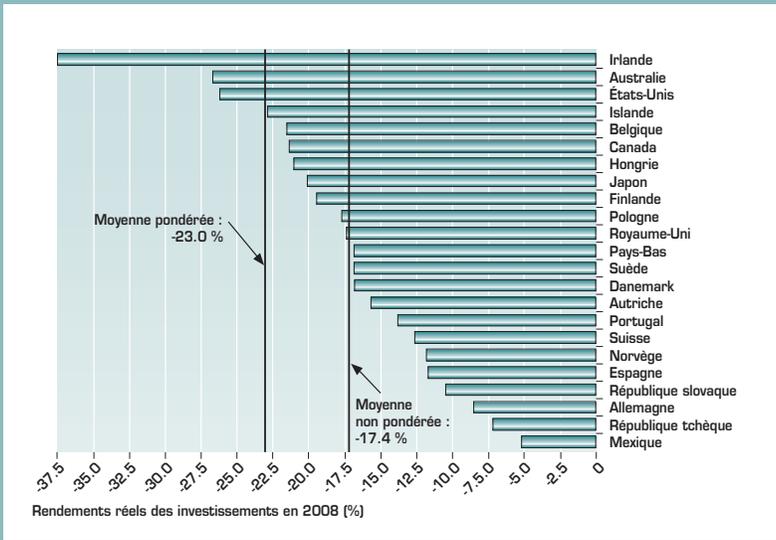
Le chiffre total des pertes essuyées par les fonds de pension ne doit pas cacher qu'il existe des différences significatives entre les pays et entre les fonds, selon la composition de leurs portefeuilles.

En 2008, les plus fortes pertes ont été observées en Irlande (près de 38 %) et en Australie (27 %), ainsi qu'aux États-Unis (environ 26 %), qui représentent environ la moitié de tous les actifs détenus par les caisses de retraite privées des pays de l'OCDE. Les pertes ont dépassé 20 % dans cinq autres pays : en Belgique, au Canada, en Hongrie, en Islande et au Japon.

Mais elles avoisinaient seulement 10 % en Allemagne, en République slovaque, en Norvège, en Espagne et en Suisse, et elles étaient plus faibles encore en République tchèque et au Mexique. Si certains fonds se sont mieux comportés, c'est principalement parce qu'ils avaient surtout investi dans des obligations, en particulier des obligations d'État. Les actions représentaient seulement 6 % à 12 % des portefeuilles en République tchèque, en République slovaque, en Allemagne et au Mexique, par exemple. Cependant, il est important de garder à l'esprit qu'à long terme les actions ont offert des rendements supérieurs (quoique plus risqués).

Grâce à la remontée du prix des actions amorcée en mars 2009, les fonds de pension de certains pays de l'OCDE (l'Autriche, le Chili, la Hongrie, l'Islande, la Norvège, la Nouvelle-Zélande et la Pologne) ont entièrement effacé les pertes subies en 2008. Sur 3 500 milliards perdus en 2008, les fonds de pension des pays de l'OCDE ont récupéré environ 1 500 milliards. Malgré tout, la valeur de l'ensemble des actifs dans la zone de l'OCDE restait inférieure de 9 % en moyenne aux niveaux de décembre 2007.

RENDEMENTS RÉELS DES INVESTISSEMENTS DES FONDS DE PENSION, 2008



Ce graphique montre les rendements des fonds de pension en termes réels (compte tenu de l'inflation) pour l'année civile 2008. Les données couvrent 23 pays de l'OCDE où les fonds de pension privés sont importants par rapport à la taille de l'économie (leurs actifs représentaient au moins 4 % du PIB fin 2007). La moyenne pondérée (-23 %) traduit l'importance des États-Unis dans les chiffres. La moyenne non pondérée (qui accorde le même poids à chacun des 23 pays) était de -17 %.

Source : *Les pensions dans les pays de l'OCDE 2009*.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932341936>

Fin 2009, le niveau de financement des fonds de pension restait significativement inférieur à ce qu'il était deux ans plus tôt. L'écart entre les actifs et les engagements était de 26 % fin 2009, contre 23 % en 2008 et seulement 13 % en 2007, avant la crise. Le rendement des obligations d'État (qui entre dans le calcul des engagements) a baissé dans de nombreux pays, entraînant une augmentation des engagements et effaçant ainsi la reprise de l'investissement.

Les fonds de réserve des caisses de retraite publiques de certains pays ont été durement frappés par la crise financière en 2008, mais elles se sont fortement reprises en 2009, compensant en grande partie leurs pertes. Fin 2009, le montant total de leurs actifs représentait 4 500 milliards, 7,3 % de plus en moyenne qu'à la fin 2008 et 13,9 % de plus qu'en décembre 2007. Les fonds qui ont le mieux surmonté la crise sont ceux qui avaient des portefeuilles d'investissement prudents.

Qui a le plus souffert ?

La plupart des fonds de pension étaient suffisamment sains pour survivre à la crise et attendre que les choses s'améliorent. Mais certaines personnes y cotisant ont été touchées deux fois : en perdant leur épargne à cause du krach financier, puis en perdant leur emploi lorsque la crise des marchés financiers a commencé à affecter le reste de l'économie. La situation est particulièrement grave pour les travailleurs les plus âgés, car ils ont moins de temps pour accumuler de nouvelles économies et plus de difficultés à retrouver un emploi.

Les régimes de retraite publics ont également été affectés, et eux aussi pourraient être frappés deux fois. Tout d'abord, la valeur de leurs investissements peut avoir baissé. Ensuite, ils reçoivent moins d'argent en raison du chômage et de la baisse des revenus, mais, sauf à changer les règles, ils doivent déboursier autant qu'avant.

Même si les fonds de pension commencent déjà à se rétablir, les effets pourraient être dévastateurs et permanents pour les individus. Les situations diffèrent selon les pays, mais les chiffres des Plans 401(k), qui tirent leur nom d'une clause du code fiscal des États-Unis, et que nous verrons dans la prochaine section, donnent une idée générale de ce qui se passe ailleurs.

Comme nous l'avons déjà vu, l'âge est le premier facteur qui détermine l'effet de la crise sur les individus ; le type de retraite vient ensuite.

Les travailleurs les plus vieux sont particulièrement touchés

Les travailleurs les plus vieux sont ceux qui font face aux pires impacts. Le solde du compte de retraite privé des plus jeunes est généralement peu élevé, et les moins-values le sont donc également par rapport à celles enregistrées par d'autres tranches d'âge. Pour les 25-34 ans affiliés depuis au moins cinq ans, les contributions supplémentaires versées en 2008 ont dépassé les moins-values observées sur les placements, le solde progressant de près de 5 %.

Pour les personnes sur le point de prendre leur retraite, en revanche, les moins-values des caisses de retraite privées, des fonds de réserves publics pour les retraites et autres dispositifs d'épargne pourraient ne pas être récupérées. Même le fait de reporter leur départ à la retraite pourrait ne leur permettre de compenser qu'une partie des pertes. C'est pour les 45-54 ans que le solde des comptes des pensions privés a le plus diminué, les moins-values allant de 18 % environ pour ceux qui cotisent depuis peu à 25 % pour ceux qui sont couverts depuis plus longtemps.

La gravité des retombées de la crise pour les retraités actuels dépend de la composition de leurs revenus. Le pouvoir d'achat des retraites publiques est généralement protégé par des accords d'indexation. Dans certains pays, cependant, la crise aura des répercussions sur le niveau des retraites publiques, car les mécanismes d'ajustement automatique peuvent entraîner une minoration des prestations de retraite (voir ci-dessous).

Les prestations des pensions privées sont elles aussi protégées de manière générale, les régimes de retraite professionnels et les organismes qui assurent le versement d'une rente détenant des actifs pour garantir ces prestations. C'est à d'autres intervenants qu'incombe la lourde tâche de combler les déficits, notamment les employeurs, les prestataires de services financiers, les programmes de garantie de l'État et les cotisants.

Mais la crise frappe incontestablement tous les dispositifs d'épargne-retraite facultatifs ou actifs immobiliers dans lesquels les retraités espéraient pouvoir puiser durant leur retraite. Pour une partie d'entre eux, les moins-values enregistrées sur ces actifs sont importantes et les taux d'intérêt sont au plus bas, ce qui pourrait se traduire par une nette détérioration de leur niveau de vie.

Le type de régime de retraite

On distingue les régimes de retraite selon qu'ils sont publics ou privés, mais aussi selon qu'ils sont à *cotisations définies* ou à *prestations définies*.

Dans les régimes à cotisations définies, chacun constitue une épargne pour sa retraite sur un compte individuel, et la valeur des prestations de retraite est déterminée par les performances des investissements. Des investissements plus risqués peuvent rapporter davantage lorsque la Bourse s'envole, mais, lors d'une crise financière, leur valeur peut chuter rapidement : ceux qui en dépendaient se retrouvent alors plus pauvres qu'ils ne s'y attendaient.

Là encore, cela n'a pas une importance aussi grande pour les travailleurs plus jeunes. Ils n'ont pas besoin de ces revenus immédiatement. De plus, ils peuvent même tirer parti de la situation : en achetant ces actifs bon marché, ils s'assurent de bons rendements pour l'avenir.

Pour les retraités qui avaient un régime à cotisations définies, l'effet de la crise dépend de ce qu'ils ont fait du capital accumulé sur leur compte lors de leur départ à la retraite. Bon nombre de ces retraités sont protégés, car ils ont acheté une rente avant la crise, bénéficiant ainsi d'une prestation de retraite à vie. Le désavantage, à l'époque, est qu'ils ont peut-être raté les rendements élevés qu'offraient des marchés dynamiques. L'inverse vaut pour ceux qui ont décidé qu'ils pourraient vivre de leurs dividendes ou ceux qui ont choisi d'attendre et de profiter un peu plus longtemps des rendements élevés.

Dans les régimes à prestations définies, les pensions devraient être versées quelles que soient les performances du fonds. Néanmoins, l'effondrement de la Bourse a entraîné une baisse de la valeur des actifs qui financent les prestations, et de nombreux régimes sont aujourd'hui déficitaires.

Fin 2008, le plus important régime à prestations définies du Royaume-Uni, celui de British Telecom, avait un déficit de 9 milliards de livres (à peu près la valeur de l'entreprise sur le marché), certaines estimations allant jusqu'à 11 milliards. Afin de combler leur déficit, de tels régimes pourraient accroître les cotisations ou réduire les prestations. Selon le conseil d'administration du fonds de British Telecom, pour s'attaquer au déficit, il faudrait des contributions complémentaires d'au moins 500 millions de livres pendant 17 ans. Si le régime est géré par une entreprise privée et que celle-ci fait faillite, les bénéficiaires pourraient se retrouver sans rien ou, au mieux, avec

des sommes bien plus faibles versées par les dispositifs gouvernementaux de garantie.

L'inquiétude ne touche pas seulement les régimes privés. Selon certaines études, les retraites des fonctionnaires peuvent également être dans une situation délicate. En mars 2010, la National Public Radio (la principale radio publique américaine) s'est intéressée aux engagements et aux actifs des fonds de pension des États américains et a calculé le temps qu'il faudrait à chaque État pour honorer ses promesses en matière de retraites s'il leur consacrait toutes ses recettes fiscales. C'est le Vermont qui s'en sortait le mieux, avec tout de même 1,7 an, et l'Ohio et le Colorado qui s'en tiraient le moins bien : pour arriver à l'équilibre, ils devraient consacrer tous leurs revenus aux retraites pendant plus de 8 ans.

La situation des régimes de retraite publics nationaux n'est pas aussi inquiétante. Tout d'abord, en 2007, le fonds public pour les retraites dépassait 5 % du revenu national seulement dans huit pays de l'OCDE ; et de nombreux pays investissent massivement dans les obligations d'État.

Ces obligations, qui ne rapportent pas autant mais sont bien plus sûres que d'autres investissements, représentent l'intégralité du fonds constitué aux États-Unis et 80 % du portefeuille du fonds coréen. Certains pays sont cependant davantage exposés aux risques des marchés financiers, notamment la Nouvelle-Zélande et l'Irlande, où la part des obligations d'État est inférieure à 20 %.

Cela étant, la crise affectera même les régimes nationaux dont les portefeuilles sont « allergiques » au risque. En effet, les revenus des systèmes de retraite publics diminuent en raison du chômage et de la faible croissance, qui affectent à la fois les recettes fiscales et les cotisations. Les demandes de prestations pourraient également augmenter si davantage de travailleurs optent pour la retraite anticipée afin d'échapper au chômage. Sans oublier la pression que les plans de sauvetage et de relance exerceront sur les finances publiques pendant encore des années.

Les gouvernements ont dû emprunter afin de financer les plans de relance et compenser les pertes de revenus et les déficits budgétaires. Pour 2010, les emprunts des gouvernements de l'OCDE sont estimés à 16 000 milliards de dollars. D'où une pression accrue pour réduire les dépenses de retraite, entre autres programmes publics.

Stabilisateurs et déstabilisateurs automatiques

Les gouvernements influent sur les régimes de retraite de différentes manières à travers la réglementation des marchés et des fonds eux-mêmes, ainsi que des exigences légales tels que l'âge légal de la retraite. L'État intervient également à travers ce qu'on appelle les « stabilisateurs automatiques ».

L'impact global de la crise sur les revenus de la retraite dépend de ces stabilisateurs et des filets de protection destinés à lutter contre la pauvreté qui sont intégrés dans les systèmes de retraite nationaux. La plupart des pays disposent de mécanismes qui contribuent à empêcher les retraités de tomber dans la pauvreté, ce qui peut atténuer l'impact des pertes des investissements sur le revenu de certains retraités. Les programmes publics de retraite – les retraites de base et les dispositifs liés à la rémunération – prévoient des prestations identiques quelles que soient les répercussions sur les pensions privées.

Toutefois, dans de nombreux pays, les sommes versées par le régime public dépendent des ressources du bénéficiaire et de la valeur des pensions privées. Le montant des prestations est ajusté en fonction des hausses et des baisses de la pension privée. En Australie et au Danemark, par exemple, la plupart des retraités actuels perçoivent des prestations sous conditions de ressources (plus de 75 % des personnes âgées en Australie et environ 65 % au Danemark).

Le montant de ces droits à prestation augmente lorsque les rendements des pensions privées diminuent, protégeant en grande partie les personnes à bas revenu et à revenu moyen. En Australie, chaque dollar supplémentaire perçu dans le cadre d'un régime privé donne lieu à une réduction de 40 cents de la pension publique ; inversement, toute diminution de 1 dollar entraîne une revalorisation des prestations publiques de 60 cents.

Dans tous ces cas, les dispositifs de retraite publics font office de stabilisateurs automatiques, c'est-à-dire qu'ils évitent à une partie ou à la majorité des retraités de supporter l'intégralité des effets de la crise financière sur leurs revenus.

Par ailleurs, le Canada, l'Allemagne et la Suède ont mis en place des dispositifs d'ajustement automatique des prestations en vue d'assurer la solvabilité des régimes de retraite publics. On pourrait les qualifier de « déstabilisateurs automatiques », car ils exercent un effet inverse à celui des stabilisateurs automatiques décrits précédemment.

Ils protègent l'équilibre financier du régime de retraite, mais, en contrepartie, les revenus des retraités et le niveau des prestations des travailleurs actuels varient. À moins d'être supprimés, ces ajustements automatiques pourraient se traduire par une réduction des prestations réelles perçues par les retraités d'aujourd'hui, en raison à la fois des répercussions de la crise financière sur l'investissement et de celles de la crise économique sur les salaires et l'emploi.

Influence réciproque

Jusqu'à présent, nous nous sommes intéressés à la façon dont les retraites et la crise interagissent à court terme, mais, par leur nature même, les fonds de pension s'inscrivent dans le long terme, et leurs performances devraient également être évaluées à cet horizon. Il peut être trompeur de se focaliser sur une seule année, qu'elle soit bonne ou mauvaise.

La chute des rendements des actions a été aussi sérieuse en 2008 qu'en 2000-02, même si elle a été plus rapide dans le premier cas. Malgré ces deux ralentissements à la fois proches et graves, les performances des fonds de pension ont été positives ces 10 dernières années et saines au cours des 15 dernières années.

La plupart des fonds de pension ont des besoins de liquidités (d'« argent liquide ») très restreints par rapport au total des actifs qu'ils gèrent. Autrement dit, pour s'acquitter des prestations à verser et autres dépenses, ils n'ont pas besoin de vendre des actifs aux prix bas actuels, car ils peuvent compter sur le flux régulier des contributions et des revenus des placements, même si ces derniers ont diminué.

La principale exception concerne les régimes qui se fient sur la vente d'actifs pour honorer les prestations : lorsque la valeur de ces actifs diminue brusquement, ils ne peuvent pas attendre que le marché se ressaisisse pour vendre.

Les perspectives à plus long terme dépendent évidemment de ce qui arrive sur les marchés. Les optimistes pourraient soutenir que la chute bien plus rapide qu'en 2000-02 de la valeur des actifs tient aux liens plus étroits existants au sein du système financier, et que la reprise pourrait être tout aussi rapide. Les pessimistes pourraient souligner que, contrairement à aujourd'hui, le krach de 2000-02 n'a pas été suivi d'un resserrement majeur du crédit et d'une profonde récession dans les économies développées.

Si les marchés financiers influent beaucoup sur les retraites, les fonds de pension influent aussi considérablement sur les marchés – leurs actifs représentent la moitié du PIB mondial. Ces fonds peuvent être des « stabilisateurs des marchés » : ils contribuent à limiter l'ampleur des fluctuations en vendant lorsque les marchés sont hauts et en achetant lorsqu'ils sont bas.

Mais, au cours de la crise actuelle, certains fonds ont liquidé une partie de leur portefeuille d'actions (phénomène de « défiance à l'égard des actions »). Dans certains pays, les fonds de pension ont réagi en plaçant les nouvelles cotisations sous forme de dépôts bancaires et autres instruments bénéficiant de la garantie de l'État, jusqu'à ce que la situation se stabilise sur les marchés financiers.

On note une défiance à l'égard des actions dans les plans à cotisations définies dans les pays où les participants peuvent choisir la façon d'investir dans les portefeuilles. Dans les pays à systèmes obligatoires, le rendement des investissements fait l'objet d'un rapport mensuel ou trimestriel, ce qui amène de nombreux participants à réorienter leur épargne vers des portefeuilles moins risqués.

S'il semble rationnel dans une perspective à court terme, ce type de comportement conduit en fin de compte à une baisse des pensions par rapport à ce qu'elles auraient été s'ils s'en étaient tenus à leur allocation initiale d'actifs à long terme.

En effet, les participants risquent de manquer le redémarrage des marchés et de n'augmenter à nouveau la part des actions dans leur portefeuille qu'une fois que les marchés seront à nouveau surévalués. Cela étant, lorsqu'il voit les traders et autres professionnels s'empresse de vendre leurs actions, il est difficile de convaincre l'homme de la rue que la meilleure stratégie consiste à s'en tenir à ses actions et à attendre que l'orage passe.

Dans les plans à prestations définies, une réorientation des investissements au détriment des actions est également probable, encore que le mouvement sera peut-être moins marqué que dans les plans à cotisations définies.

L'un des facteurs importants à cet égard est l'application des normes et règles régissant la façon dont les fonds évaluent leurs actifs et leurs engagements. Les gouvernements et les conseils d'administration des fonds insistent pour qu'il y ait un ratio réserves/prestations obligatoires et déterminent ce que le fonds devrait faire si ses réserves deviennent trop basses pour satisfaire aux exigences légales. Cela signifie que les fonds peuvent être contraints de vendre une partie de leurs actions, même à perte, en période de baisse.

Les fonds de pension peuvent réagir en cherchant des investissements alternatifs offrant de meilleurs rendements (fonds spéculatifs d'investissement, spéculation sur les prix des matières premières, par exemple). De nombreux fonds ont investi de façon « moutonnaire » dans des placements alternatifs, recherchant les rendements supérieurs promis par ces actifs sans pleinement comprendre les risques sous-jacents.

Certains fonds de pension commencent aussi à venir sur le marché pour consentir des prêts visant à financer des entreprises endettées et des opérations de rachat. Ce marché est de nature à stimuler le système des prêts dominé par les banques et quelques fonds d'investissement.

Depuis plusieurs années, certains fonds de pension mènent une stratégie de diversification vers le crédit, et les turbulences actuelles présentent à leurs yeux de bonnes opportunités d'achat. Mais leurs paris ne se sont pas toujours révélés payants. Par exemple, le grand fonds de pension néerlandais ABP aura sans doute subi des pertes très lourdes après avoir investi dans Lehman Brothers juste avant sa faillite.

Le risque a changé

Les fonds essaient de se protéger du risque, mais la crise leur a compliqué la tâche. Certaines de leurs stratégies sont risquées, notamment le recours aux produits dérivés (ils rapportent plus que d'autres investissements parce que le risque est plus grand).

Les types de produits dérivés les plus fréquemment utilisés par les fonds de pension sont les instruments financiers qui tirent leur valeur des taux d'intérêt et dont les opérations se font directement entre les deux parties, c'est-à-dire sans passer par un marché réglementé et sans contrôle ou supervision des autorités publiques.

En réalité, nul ne sait réellement ce qui se passe au-delà de ce qu'il fait directement lui-même : lorsque quelque chose tourne mal, comme dans le cas de Lehman Brothers, les marchés paniquent en raison de l'incertitude entourant les faillites éventuelles.

L'effondrement des marchés a eu pour conséquence immédiate le recul de la vente à terme. La vente à terme consiste à vendre un titre qu'on ne possède pas encore véritablement, dans l'espoir de pouvoir l'acheter plus tard à un prix inférieur avant d'avoir à le livrer. Les fonds spéculatifs d'investissement, par exemple, empruntent souvent

des titres pour mettre en place des stratégies d'arbitrage consistant à profiter d'écarts de cours anticipés.

Les autorités de régulation des marchés financiers ont restreint les ventes à terme de titres, et de nombreux fonds de pension ont maintenant cessé les opérations de prêts de titres, estimant que la commission à percevoir ne justifiait pas le risque de ne pas retrouver la valeur du titre prêté. Ils craignent aussi d'avoir peut-être contribué à la crise financière par ces pratiques de prêt.

Cette situation extrêmement compliquée a encore été aggravée par l'évolution des marchés des obligations d'État. Comparées à d'autres investissements, les obligations d'État rapportent peu, et elles immobilisent les fonds pour des durées pouvant aller jusqu'à 40 ans, mais on considère qu'elles constituent un pari sûr.

Du moins est-ce ainsi qu'on les considérait. En raison des inquiétudes entourant la dette souveraine et du grand nombre d'obligations d'État émises dans le sillage de la crise, elles sont devenues des options à long terme bien moins attrayantes pour les investisseurs, y compris les fonds de pension.

Outre le risque d'investissement, les fonds de pension, et en particulier les fonds à prestations définies, font face à un autre « risque » à plus long terme, celui de la longévité. Les gens vivent plus longtemps et percevront donc des prestations pendant plus longtemps.

Or, nul ne sait comment la longévité évoluera. Si les actuaires ont eu tendance à sous-estimer les gains de longévité à venir, certains démographes soutiennent que l'épidémie d'obésité pourrait interrompre cette progression, voire l'inverser dans certains groupes de population.

Mais les données historiques laissent penser que l'hypothèse la plus probable est l'augmentation continue de l'espérance de vie, ce qui a des conséquences directes sur les retraites. Selon un article publié en février 2010 dans *The Economist*, à l'âge de 65 ans, toute année d'espérance de vie supplémentaire accroît de 3 % la valeur actuelle des engagements de retraite des régimes britanniques à prestations définies, soit 30 milliards de livres (48 milliards de dollars). La Life and Longevity Markets Association (LLMA) estime que, au total, la longévité expose le Royaume-Uni à un risque dépassant 2 000 milliards de livres.

Dans un tel cas de figure, la façon traditionnelle de procéder consistait à vendre les engagements à une entreprise acceptant de gérer le régime de pensions en échange d'une prime. Mais les fonds de

pensions connaissent des déficits croissants à cause de la crise, ce qui rend cette solution moins attrayante pour les acheteurs, et trop onéreuse dans de nombreux cas.

Les « *swaps* de longévité » sont l'une des solutions envisagées pour traiter ce risque : le fonds de pension paie à la partie contractante du *swap* un flux de ressources convenu (tant par an ou par mois) et reçoit un revenu qui augmente si la longévité est supérieure aux estimations.

Toutefois, il est peu probable que cette idée soit très attrayante dans une situation de grande incertitude et de préoccupation face au risque. La LLMA, lancée en février 2010 à Londres par un groupe de banques et d'assureurs, espère s'attaquer à la question en créant un marché séparé pour ce risque.

Les réponses politiques

Travailler plus longtemps ?

Lors des récessions passées, les gouvernements ont eu recours à la retraite anticipée et aux régimes d'invalidité, tout d'abord pour protéger les revenus des travailleurs les plus âgés qui perdaient leur emploi sans pouvoir en retrouver et, ensuite, pour conserver de faibles chiffres de chômage.

Cette approche présente des avantages à court terme (au premier chef pour les travailleurs concernés), mais, à long terme, elle a un impact négatif sur les marchés du travail : il est difficile de revenir sur les conséquences de ces politiques, même lorsque leur raison d'être initiale a disparu.

Dans les pays disposant de régimes de pension à cotisations définies étendus et arrivés à une relative maturité, les gens peuvent souhaiter travailler plus longtemps afin de restaurer leur épargne-retraite.

Théoriquement, cela devrait se traduire par des cotisations supplémentaires et une réduction du nombre d'années de retraite financées par le système, et laisser aux actifs le temps de retrouver leur valeur.

Mais dans la pratique, les travailleurs les plus âgés peuvent avoir des difficultés à trouver du travail, et il se peut que les actifs ne retrouvent pas leur valeur assez tôt pour que cela fasse une différence ; le filet de protection sociale peut donc être la seule source de revenus supplémentaires pour ces travailleurs.

Avoir plus de choix ?

Dans la plupart des régimes de pension à cotisations définies, les individus peuvent choisir la façon d'investir dans leur portefeuille, et leurs choix ont des implications importantes sur l'effet de la crise sur leurs pensions.

Selon des données portant sur les États-Unis, à mesure qu'ils approchent de la retraite, les gens ont tendance à délaissier les actions pour des investissements moins risqués. Par exemple, les actions représentent plus de 70 % des portefeuilles pour environ 55 % des 36-45 ans, mais seulement 43 % des 56-65 ans.

Malgré cette tendance à privilégier des investissements moins risqués, la part des actions dans les portefeuilles des travailleurs proches de la retraite semble très élevée : dans plus d'un cas sur cinq, les actions représentent plus de 90 % de leurs Plans 401(k). Ils peuvent évidemment détenir des dépôts et des obligations d'État moins risqués hors de leur plan, mais leur épargne-retraite aura néanmoins subi une forte érosion par rapport à la minorité qui avait investi la plus grande partie de son portefeuille dans des actifs présentant un risque moindre.

Quelle est l'incidence de ce type de comportement d'investissement sur l'action des pouvoirs publics ? Faut-il limiter les options offertes aux particuliers pour éviter que leur épargne-retraite soit réduite à néant ? Ou doit-on considérer qu'il appartient à chacun de prendre une telle décision et un tel risque ?

À tout le moins, les pouvoirs publics devraient encourager les particuliers à adopter une stratégie moins risquée à mesure qu'ils approchent de la retraite. Une telle stratégie, souvent qualifiée d'investissement fondé sur le principe du cycle de vie, peut réduire le risque d'investissement auquel une personne est exposée au cours de sa vie active, sans sacrifier les bénéfices d'un portefeuille plus diversifié en début de carrière.

Il serait logique de rendre cette approche automatique et d'en faire l'option par défaut. Adopter la stratégie fondée sur le cycle de vie revient à mettre les investissements sur « pilote automatique » et s'avère particulièrement utile pour ceux qui ne souhaitent pas gérer leur portefeuille de façon active – selon toute probabilité, la majorité des gens dans la plupart des pays. D'après une étude de la Banque royale du Canada, il est plus stressant de choisir les bons investissements pour son plan d'épargne-retraite que d'aller chez le dentiste.

Une telle mesure peut être prise tout en préservant la liberté de choisir entre différents portefeuilles assortis de différentes caractéristiques risque-rendement (pour la minorité qui souhaite prendre ses propres décisions d'investissement).

Une autre possibilité consiste à autoriser les particuliers qui ont choisi un régime de retraite privé à réintégrer le régime public. Cette option est tentante à la fois pour les pouvoirs publics, afin de s'attaquer aux déficits des régimes de retraite publics, et pour les travailleurs inquiets des pertes importantes subies par les régimes privés. Cependant, il est probable qu'elle apporte seulement des gains à court terme et que les particuliers souhaitent revenir au régime privé lorsque l'économie se rétablira.

Les gouvernements doivent-ils sauver les fonds de pension privés ?

Les gouvernements doivent-ils sauver les comptes de retraite individuels, comme ils l'ont fait pour les banques ? Dans de nombreux pays, ils soutiennent déjà les régimes professionnels à prestations définies. Ils peuvent être soumis à une obligation morale, sinon légale, d'intervenir lorsque les régimes à cotisations définies sont obligatoires – et non facultatifs – et que la conversion en rente lors du départ à la retraite est obligatoire.

Un plan de sauvetage direct consistant à renflouer les comptes de retraite des salariés pourrait se révéler extrêmement onéreux, et il pourrait même être irréalisable alors que les finances publiques sont mises à rude épreuve par la récession et les plans de relance économique.

Soutenir l'épargne-retraite de ceux qui sont le plus touchés par la crise par le biais du système de retraite public présenterait l'avantage de répartir le coût de cette mesure dans le temps. Les sommes seraient dépensées tout au long de la retraite des personnes concernées, et non en une seule fois, aujourd'hui ou lors de leur départ à la retraite. On gagnerait aussi en efficacité et en flexibilité ; l'aide pourrait par exemple être ciblée sur les retraités à faible revenu.

Il serait plus judicieux de renflouer les personnes qui sont proches de l'âge de la retraite. Toutefois, cela pose des difficultés politiques considérables. Si on limitait cette mesure aux personnes qui sont à quelques années de l'âge normal de la retraite, celles qui sont juste en deçà de l'âge décisif se sentiraient lésées.

De même, les retraités n'ayant que récemment converti leur capital en rente, entérinant ainsi les moins-values des marchés financiers, reprocheraient aux autorités d'indemniser les personnes de leur âge dont l'argent est toujours investi sur ces marchés.

Tout sauvetage direct des fonds de pension présente également un risque d'aléa moral. On s'attendra à ce qu'il se renouvelle la prochaine fois que les choses tourneront mal, ce qui encouragera chacun à prendre davantage de risques une fois que la crise sera passée.

Que faudrait-il faire ?

Avant même la crise de 2008, des mises en garde insistaient sur la nécessité de réformer les pensions privées. Dès 2001, l'OCDE préconisait un renforcement de la gouvernance des fonds de pension en publiant un ensemble de Principes directeurs, actuellement en cours de révision.

Ces Principes directeurs soulignent l'importance d'un suivi rigoureux des risques d'investissement et des performances, ainsi que de la relation entre les actifs et les engagements des fonds de pension. Il est également nécessaire de renforcer l'expertise et les connaissances au sein des organes directeurs, notamment en nommant des experts indépendants.

L'OCDE a insisté sur le lien entre la taille et la qualité de la gouvernance. Les fonds de pension de petite taille sont davantage exposés à un risque de gouvernance médiocre (et ils sont beaucoup plus coûteux à gérer et à surveiller) : dans certains pays, il y aurait donc toutes les raisons de consolider le secteur des fonds de pensions par des fusions.

Des réformes réglementaires concernant les systèmes à prestations définies comme les systèmes à cotisations définies devraient être à l'agenda politique. En fait, certaines règles destinées à protéger les contributeurs aux plans à prestations définies peuvent aggraver la situation en renforçant la spirale à la baisse du prix des actifs. Même en cas de crise grave, les investisseurs ne perdent rien de leur investissement tant qu'ils ne le vendent pas moins cher qu'ils ne l'ont acheté initialement (ou que l'entreprise ne disparaît pas).

Or, dans certains pays, les règles en vigueur ne permettent pas aux fonds de laisser passer la crise et d'attendre que la valeur des actifs se redresse. Ils doivent vendre pour maintenir leurs ratios actifs/engagements et, étant donné l'importance du rôle que les fonds

de pension jouent sur certains marchés, cela fait baisser plus encore les cours.

La crise entraînera de nouvelles fermetures de plans à prestations définies à mesure que les déficits de financement se creusent et que les besoins de cotisations augmentent. Les fonds de garantie seront également appelés à intervenir dans les années qui viennent pour sauver les fonds de pension d'entreprises qui feront faillite. Dans la mesure où le secteur des pensions à prestations définies continuera à se contracter, on devrait s'interroger sur le rôle joué par les réglementations dans le renforcement de cette tendance.

S'agissant des plans à cotisations définies, les réponses pourraient comporter des mécanismes par défaut appropriés et la conception de fonds se réorientant automatiquement vers des investissements moins risqués à mesure que la date de la retraite approche, sans que le bénéficiaire ait à intervenir. Un objectif-clé de cette règle est de réduire le risque de « timing » lorsqu'il s'agit de transformer le capital accumulé en un flux de prestations régulières (une rente).

Les gouvernements devraient aussi examiner la pertinence de certaines stratégies d'investissement en tant qu'options par défaut, en tenant compte, entre autres facteurs, de l'étendue des choix proposés pendant la phase de versement de la pension, de la générosité du système de retraite public et du niveau des cotisations. Les stratégies d'investissement par défaut devraient être évaluées du point de vue de l'adéquation du revenu de retraite et de son caractère prédictible.

Dans le cadre des systèmes à cotisations définies, il faudrait également améliorer les dispositifs concernant la phase de versement de la pension. En effet, certains des systèmes obligatoires par défaut existants sont loin d'être sûrs et n'intègrent pas de façon cohérente la phase d'accumulation et la phase de perception de la retraite.

En particulier, rendre obligatoire la conversion en rente est surtout pertinent dans les pays où les prestations de pension du régime public sont faibles. Mais contraindre les gens à acheter une rente va à l'encontre du principe de libre choix et peut être extrêmement coûteux pour les individus lorsque les taux de rente sont bas ou que la valeur des avoirs accumulés a beaucoup baissé du fait de la mauvaise situation sur les marchés.

Une approche plus souple, et qui pourrait être introduite comme option par défaut pour la phase de versement de la pension, consiste à combiner des retraits échelonnés – une fraction déterminée des avoirs pouvant être retirée chaque année – et des rentes différées commençant à partir d'un certain âge, par exemple 85 ans. On

pourrait constituer ces rentes différées au moment du départ à la retraite en y affectant une petite partie du capital accumulé.

Dans un contexte de crise financière et de développement rapide des plans à cotisations définies dans de nombreux pays, de véritables programmes d'éducation financière et la divulgation de l'information deviennent de plus en plus importants pour le bon fonctionnement des systèmes de pension privés.

Des initiatives publiques dans ce domaine devraient compléter les règles visant le choix des investissements et les options par défaut qui existent déjà dans certains pays. Les travailleurs assumant ainsi une plus grande responsabilité de leur épargne en vue de leur retraite, le rôle des autorités publiques change, mais il reste de la plus haute importance pour promouvoir le caractère suffisant des revenus et leur sécurité durant la vieillesse.

Les pensions privées jouent un rôle important dans l'équilibre du système de retraite, et la crise n'a pas réduit cette importance. Elles sont nécessaires à la diversification des sources de revenu de retraite et, en tant que telles, complètent les pensions publiques.

Une question à long terme	
<p>Une simulation utilisant 25 années de données sur les rendements des investissements dans les économies du G7 et en Suède montre un taux de rendement réel de 5,5 % pour les obligations et de près de 9 % pour les actions, sur un horizon de 45 ans d'épargne-retraite d'une carrière à taux plein. Pour un portefeuille « équilibré » (investi à parité en actions et en obligations), le rendement moyen (médian) s'établit à 5 %.</p> <p>L'analyse porte également sur l'échelle des risques courus et sur l'incertitude entourant les rendements des investissements. Dans les 10 % des cas les plus défavorables, les rendements devraient atteindre à peine 3,2 % par an, voire moins. Dans les 10 % des cas les plus favorables, les rendements s'élèvent à 6,7 % ou plus.</p> <p>Toutefois, les simulations reposent sur quelque 25 années de données se terminant en 2006. Depuis, on a observé à la fois des rendements sensiblement négatifs sur les marchés d'actions et une volatilité nettement supérieure. Durant l'effondrement des marchés d'actions en 1987, pris en compte dans les données, les cours se sont pliés dans les mêmes proportions qu'en 2008. Et l'éclatement de la bulle technologique, qui a entraîné un net fléchissement des marchés boursiers en 2000-02, fait également partie de la période considérée.</p>	

De plus, la viabilité des systèmes de retraite publics pose un défi dans certains pays, et la situation pourrait s'aggraver avec le vieillissement de la population active. Dans un avenir proche, on prévoit que les dépenses publiques au titre des retraites augmenteront considérablement. Le revenu de retraite provenant de sources publiques devrait donc continuer à diminuer. D'où la nécessité d'étendre encore les pensions privées afin de soutenir le revenu de retraite.

Les perspectives

Les taux de pauvreté des personnes âgées ont baissé au cours des trois dernières décennies, et ce sont les enfants et les jeunes adultes (25 ans ou moins) qui les ont remplacés en tant que groupe présentant un risque relativement élevé de pauvreté. La principale transformation socio-économique qui influencera les revenus des personnes âgées est le nouveau rôle des femmes : participation accrue au marché du travail, rétrécissement de l'écart de rémunération avec les hommes et meilleure prise en charge des périodes de congé maternité.

La réforme des retraites aura également une incidence considérable sur l'évolution des revenus et de la pauvreté des personnes âgées. Dans les pays qui ont procédé à des réductions globales des prestations, les retraités devraient voir leurs revenus baisser et leur pauvreté s'accroître, à moins qu'ils compensent ces pertes en travaillant plus longtemps ou par une épargne-retraite facultative.

Dans les pays qui n'appliquent pas ces réductions aux bas salaires, les revenus moyens des personnes âgées pourraient bien décliner, mais la réforme n'aura pas d'effet sur le taux de pauvreté des retraités.

Dans les pays qui ont renforcé le lien entre retraite et rémunération, le revenu moyen des personnes âgées pourrait croître, mais le manque de redistribution du nouveau système de retraite risque d'aggraver la pauvreté des retraités.

Enfin, les revenus des personnes âgées devraient s'améliorer dans les pays qui ont renforcé les régimes de retraite obligatoire. Dans tous ces cas, les changements bénéficieront davantage aux bas salaires et devraient donc avoir un effet plus prononcé sur la pauvreté des retraités.

Les politiques quantitatives

Le jargon financier le plus obscur a profité de la crise économique pour entrer dans le langage courant – les *subprimes* constituent l'exemple le plus tristement célèbre. Il est peu probable que les politiques quantitatives acquièrent la même notoriété, mais elles pourraient avoir des incidences majeures sur les pensions et, à ce titre, méritent d'être expliquées.

En avril 2009, le taux d'intérêt moyen fixé par les banques centrales des pays du G7 est tombé à 0,5 %. Qu'arrive-t-il lorsque l'argent est si bon marché qu'il ne peut pas devenir meilleur marché ? Autrement dit, que peut-on faire lorsque les taux d'intérêt sont déjà si bas qu'il est impossible de les réduire davantage ?

Les politiques quantitatives constituent alors une option. La banque centrale injecte de l'argent dans l'économie en achetant certains produits financiers tels que des obligations d'État (également appelées bons du Trésor). On s'attend à ce que ceux qui leur vendent ces obligations utilisent l'argent pour accorder des prêts aux entreprises et aux ménages (même s'ils peuvent le laisser dans une banque ou l'envoyer à l'étranger). La Réserve fédérale américaine a mené une politique quantitative durant la crise bancaire qui a suivi le krach boursier de 1929, et la Banque du Japon a adopté une approche similaire pour s'attaquer à la crise des années 90, après l'effondrement du marché immobilier.

Pour décrire la politique quantitative, les médias disent souvent que « le gouvernement fait marcher la planche à billets ». En effet, au lieu d'emprunter de l'argent en recourant à l'habituelle émission de nouvelles obligations, le gouvernement, à travers la banque centrale, crée tout bonnement de l'argent et l'utilise pour payer les banques et les autres institutions financières qu'il souhaite aider.

En tant que tel, c'est une mauvaise nouvelle pour les pensions. Si la politique quantitative parvient à rendre les obligations d'État plus attrayantes, l'intérêt payé sur ces obligations n'a plus besoin d'être aussi élevé qu'il l'était auparavant. Or, les fonds de pension détenant de grandes quantités d'obligations d'État, une baisse de leur rendement se traduit directement par une baisse de revenus pour les fonds. Et comme l'industrie des pensions utilise le rendement des obligations pour calculer des prestations de retraite telles que la rente, leurs bénéficiaires en seront affectés.

.../...

Les politiques quantitatives (suite)

Les régimes de retraite d'entreprise peuvent également l'être. Le rendement des obligations d'État est un élément important dans le calcul des engagements à venir des fonds de pension ; et lorsque le rendement chute, ces engagements augmentent. De plus, les conseils d'administration des fonds estiment généralement les engagements de pension en fonction du prix des obligations d'État. Autrement dit, ces engagements augmentent dans le même temps que le rendement diminue.

Certains analystes s'inquiètent que l'industrie de l'assurance vie et des pensions puisse être victime d'une chute du rendement des obligations d'État, que cela s'accompagne d'une augmentation significative du nombre de faillites parmi les entreprises dont les fonds de pension ont acheté les dettes, ainsi que d'une chute de la valeur des actifs dans lesquels les fonds de pension ont investi.

Les perspectives immédiates sont lugubres pour les fonds de pension, et la déflation pourrait encore les aggraver. Toutefois, elle pourrait aussi être une bonne nouvelle pour certains bénéficiaires. En effet, dans le cadre de nombreux régimes, le fonds doit augmenter les prestations pour compenser (au moins en partie) l'inflation. En revanche, rares sont ceux qui disposent d'un mécanisme visant à diminuer les prestations en cas de déflation.

Sources : Banque d'Angleterre, Provisional estimates of narrow money (notes & coin) and reserve balances ; Deloitte LLP (2009), Quantitative easing contributes to FTSE 100 pension scheme deficits increasing to £180bn.

Pour en savoir plus

OCDE

Sur l'Internet

Pour une introduction aux travaux de l'OCDE sur les pensions, visitez www.oecd.org/pensions.

Publications

Les pensions dans les pays de l'OCDE : Panorama des systèmes de retraites (2009) : Ce rapport offre des données sur les principales caractéristiques des pensions versées au sein des pays de l'OCDE et des projections relatives aux retraites que percevront les salariés d'aujourd'hui. Il offre également un éventail complet d'indicateurs, notamment des données chiffrées concernant des actifs, les performances des investissements, l'ampleur des régimes de retraite privés, les dépenses consacrées au régime public mais aussi le contexte et les perspectives démographiques.

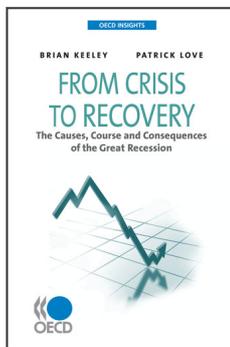
L'économie politique de la réforme : Retraites, emplois et déréglementation dans dix pays de l'OCDE (2009) : En analysant 20 tentatives de réforme structurelle menées dans 10 pays de l'OCDE, ce rapport examine pourquoi certaines de ces réformes politiques sont appliquées et d'autres non. Les études de cas illustrent un large éventail de tentatives de réformes portant sur les pensions. La double approche analytique – à la fois quantitative et qualitative – est particulièrement instructive pour les responsables politiques qui conçoivent, adoptent et mettent en application des réformes politiques structurelles.

Perspectives de l'OCDE sur les pensions privées 2008 : Cet ouvrage guide les lecteurs à travers le paysage en évolution du financement des retraites. L'édition 2008 contient un dossier spécial sur les conséquences de la crise financière pour les pensions privées, ainsi que des analyses internationales approfondies des systèmes de pension privés dans les pays de l'OCDE et certains pays hors OCDE. La publication se concentre sur le rôle des fonds de pension, tout en fournissant des éléments sur les fonds de réserve pour les retraites des régimes publics, qui complètent le financement des systèmes de sécurité sociale.

Improving Financial Education and Awareness on Insurance and Private Pensions (2008) : Alors que les régimes de retraite publics sont sous pression et que les pensions privées sont exposées au risque, les particuliers doivent faire face à un nombre croissant de risques financiers, en particulier ceux liés à leur retraite. Ce livre analyse le degré de conscience du risque qu'ont les consommateurs et décrit les pratiques exemplaires que les pouvoirs publics pourraient mettre en place pour améliorer la prise de conscience des consommateurs et l'éducation sur les questions d'assurance et de pensions privées.

Autre lecture conseillée

Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis, P. Antolín et F. Stewart (2009), *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, n° 36, Éditions de l'OCDE.



Extrait de :

From Crisis to Recovery

The Causes, Course and Consequences of the Great Recession

Accéder à cette publication :

<https://doi.org/10.1787/9789264077072-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

Keeley, Brian et Patrick Love (2010), « Les retraites et la crise », dans *From Crisis to Recovery : The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264079489-5-fr>

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.