

Les conséquences de la tempête financière sur les fonds de pension privés

Raymond Van der Putten

Dans les décennies à venir, les pays de l'OCDE seront confrontés à l'accroissement des dépenses budgétaires liées au vieillissement de la population. Ceux d'entre eux qui ont depuis toujours privilégié les systèmes publics de retraite par répartition connaissent les problèmes les plus graves. Beaucoup ont décidé, pour y faire face, de limiter l'augmentation des coûts de ces systèmes en révisant à la baisse leur générosité. Ainsi, ils ont diminué le montant des prestations servies aux futurs retraités ou allongé la durée de leurs cotisations pour obtenir une retraite à taux plein. Les salariés ont également été encouragés à souscrire à des régimes privés pour compléter leur pension de retraite par répartition.

Toutefois, la période récente a montré les limites d'une telle formule. L'année dernière, les fonds de pension privés du monde entier ont accusé de lourdes pertes, entraînant des résultats décevants pour le secteur de l'épargne-retraite. Ces événements ont souligné la nécessité d'améliorer la réglementation et d'introduire des options de placement plus sûres. Dans certains pays, les autorités ont déjà adopté des mesures allant dans le bon sens. D'autres sont, malheureusement, revenus en arrière, avec la mise en place d'un second pilier pour les retraites⁽¹⁾. Une telle attitude s'explique davantage par la volonté de résoudre des difficultés budgétaires à court terme que par le souci de préserver la pension de retraite sur le long terme.

Effondrement des actifs de retraite

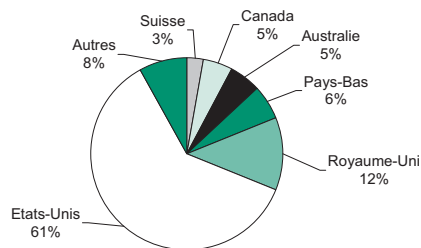
La crise économique qui a éclaté dans le sillage des turbulences financières a sérieusement amputé les actifs de retraite dans le monde entier. En octobre 2008,

les actifs de tous les fonds de pension privés des pays membres de l'OCDE ont baissé de 3 300 milliards de dollars, soit 20% de l'ensemble des actifs détenus en décembre 2007⁽²⁾. Les deux tiers de ces pertes ont été enregistrés par les fonds de pension américains, qui détiennent plus de 50% de l'ensemble des actifs de retraite de l'OCDE (graphiques 1 et 2, page 4). Ces pertes pourraient être encore plus importantes une fois que les fonds auront soumis leurs rapports annuels à leurs autorités de surveillance, qui exigeront une réévaluation des actifs non liquides tels que l'immobilier et les produits structurés.

L'importance des pertes dépend dans une large mesure de la stratégie d'investissement des fonds de pension et, en particulier, de leur exposition aux marchés actions. En règle générale, les fonds de pension les plus investis en actions sont ceux qui ont enregistré les pires performances. Entre janvier et octobre, les principaux indices boursiers ont chuté d'environ 30% à 40% (graphique 3, page 4). C'est ce qui explique l'effondrement des actifs de retraite en Irlande, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie (graphique 4, page 4). Dans ces pays, plus d'un tiers des actifs des fonds est investi en actions (graphique 5, page 4). Comme les indices boursiers sont repartis à la hausse, la performance de ces fonds devrait s'être améliorée depuis mars 2009.

On ignore, dans une large mesure, à quel point les fonds de pension ont été exposés aux actifs dits "toxiques". Ces dernières années, les fonds à prestations définies ont eu de plus en plus recours aux produits dérivés, en grande partie pour couvrir le risque lié au taux d'intérêt, au taux de change et à la longévité. Cependant, les produits dérivés constituent aussi probablement un investissement spéculatif. Un groupe

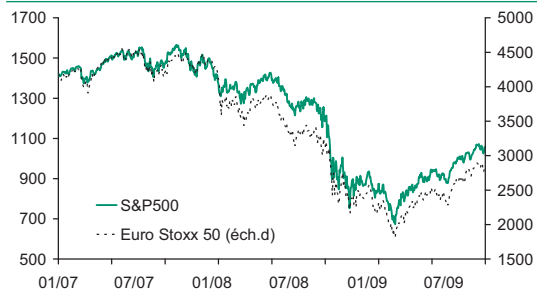
OCDE : les actifs des fonds de pension par pays (en % des actifs totaux)



Graphique 1

Source : OCDE

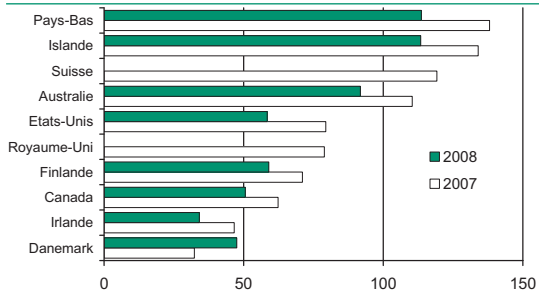
Les Bourses ont plongé



Graphique 3

Sources : Standard&Poor's, Stoxx

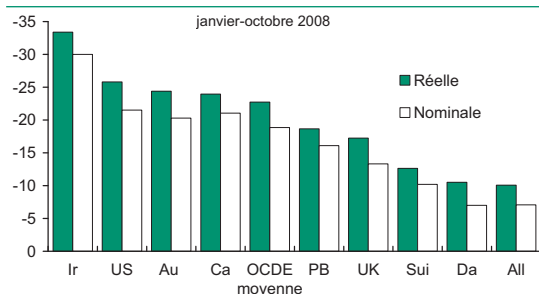
OCDE : les actifs des fonds de pension en % du PIB



Graphique 2

Source : OCDE

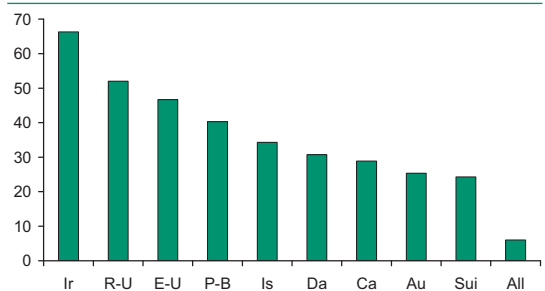
La rentabilité des fonds de pension



Graphique 4

Source : OCDE

La portion des actifs des fonds de retraite investie en actions en 2007



Graphique 5

Sources : OCDE, IPE

de fonds de pension américains aurait, par exemple, acheté des tranches “fonds propres” de CDO à rembourser en dernier. En l'espace d'une dizaine d'années, les fonds de pension et les fondations américains auraient acquis 7% de l'ensemble des “actifs toxiques”⁽³⁾.

Au cours de la crise actuelle, les performances des fonds de pension faiblement investis en actions ont été supérieures à celles de leurs homologues dont les portefeuilles présentaient plus de risques. Un constat qui pourrait encourager les fonds de pension à investir davantage en obligations qu'en actions. Or, un tel arbitrage présente également le risque de consolider les pertes du portefeuille, réduisant d'autant la possibilité pour le fonds de générer des rendements élevés. De plus, un fonds de pension vise à optimiser la performance de son portefeuille sur une période relativement longue et pas sur une seule année. La plupart des analystes plaident en faveur de portefeuilles équilibrés, faisant valoir que, sur le long terme, les actions font mieux que les obligations⁽⁴⁾. Toutefois, leurs études sont fondées sur des données historiques et leurs conclusions dépendent de la période examinée. En particulier, elles ne tiennent pas compte, pour la plupart, des données les plus récentes sur les rendements des actions.

Les pertes des fonds de pension se sont soldées par un sous-financement des régimes à prestations définies

La question qui se pose est la suivante : comment ces pertes se répartissent-elles entre les parties concernées. Dans les régimes à cotisations définies, le risque de placement est supporté par les souscripteurs (cf. Encadré 1). Les mauvaises performances des fonds de pension pourraient avoir de sérieuses conséquences, en particulier pour ceux qui s'approchent de l'âge de la retraite. Ils ont, en effet, perdu une bonne partie de leur épargne-retraite et n'ont plus le temps de la reconstituer. Conséquence de la crise financière, leur pension pourrait être sensiblement réduite. Dans son dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde, le FMI fait observer à propos des régimes à cotisations définies en Amérique latine et en Europe de l'Est que les fonds conservateurs,

faiblement exposés aux marchés des actions et au risque de change ont réussi à protéger les investisseurs de la volatilité récente du marché. De plus, les fonds de pension “cycle de vie” avec options de placement par défaut excluant les investissements en actions pour leurs membres proches de l'âge de la retraite ont, dans une large mesure, protégé ces épargnants des turbulences récentes.

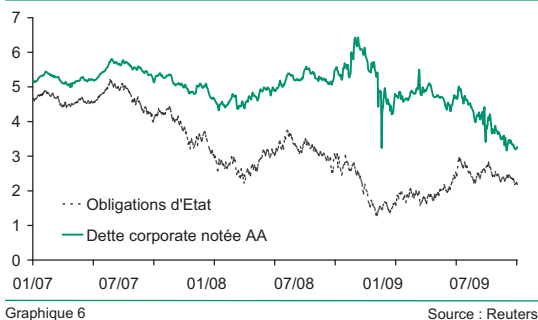
Dans les régimes à prestations définies, le risque de placement est supporté par l'entreprise “sponsor”, l'employeur dans la plupart des cas. L'autorité de régulation des retraites pourrait obliger le “sponsor” à effectuer des versements supplémentaires pour maintenir le financement de ces régimes au niveau requis.

La situation financière d'un régime de retraite est saine lorsque le niveau des actifs est suffisant pour couvrir les engagements ; autrement dit, pour acheter les retraites promises ou la rente différée (cf. Encadré 2). Pour calculer la valeur actuelle des retraites futures promises sur la durée, on applique un taux d'actualisation. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, ce taux est égal au taux d'intérêt des obligations d'entreprises notées AA. Aux Pays-Bas, l'autorité de régulation a, en revanche, opté pour la courbe de taux dérivée des taux de swaps sur le marché interbancaire. Cette courbe de taux est proche de celle des obligations souveraines.

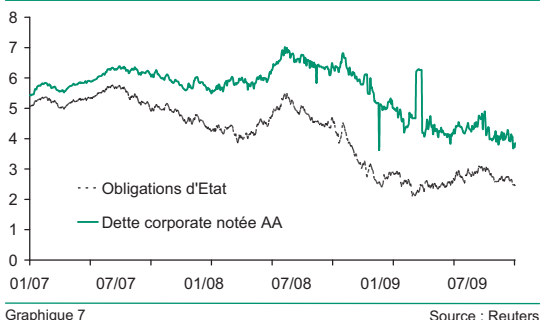
Le choix du taux d'actualisation n'est pas sans conséquences. De légères variations de la courbe de taux ont, en effet, des effets notables sur le niveau des engagements. En règle générale, le *Pension Protection Fund* au Royaume-Uni estime qu'une hausse de 30 points de base du rendement du Gilt entraîne une diminution de 6% des engagements de retraites. Suite aux turbulences sur les marchés financiers, l'écart entre le rendement des obligations d'entreprises et celui des obligations souveraines s'est élargi l'année dernière (graphiques 6 et 7, page 6). L'augmentation du taux d'actualisation réduisant la valeur des engagements futurs, elle atténue également l'impact de la dépréciation des actifs pour les fonds de pension américains et britanniques. Aux Pays-Bas, en revanche, la baisse des taux courts comme des taux longs a entraîné une aggravation des problèmes des fonds de pension néerlandais (graphique 8, page 6).

Aux Etats-Unis, le ratio de financement des régimes à prestations définies a considérablement baissé en 2008. Selon les estimations de l'OCDE, il pourrait avoir reculé de 10%, la hausse des rendements obligataires

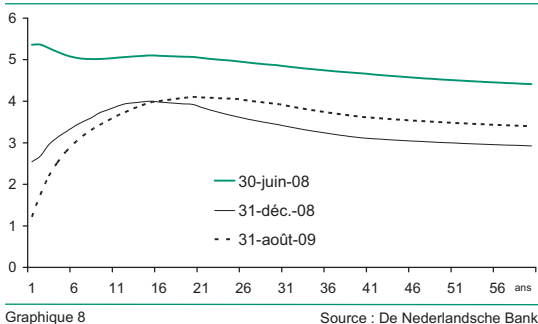
Etats-Unis : taux d'intérêt de référence (5 ans)



Royaume Uni : taux d'intérêt de référence (5 ans)



Pays-Bas : courbe de taux pour actualiser les engagements des fonds de pension

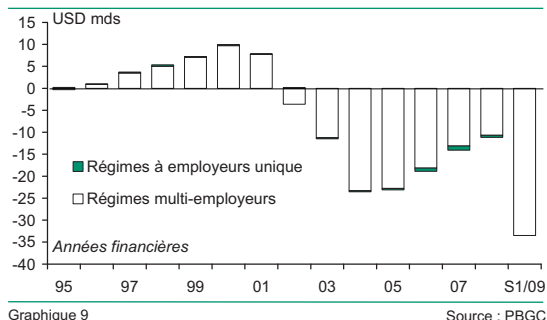


compensant en partie la dépréciation des actifs⁽⁵⁾. Cette estimation rejoint l'analyse faite par le cabinet conseil Watson Wyatt à la fin de 2008, selon laquelle le ratio de financement des 450 sociétés du "Fortune 1000" a chuté de 8% (de 96% à 88% en 2008). Cependant, le taux d'intérêt ayant baissé de plus de 200 points de base entre octobre et décembre 2008, les engagements des caisses de retraite ont sensiblement augmenté. En mars dernier, le cabinet-conseil estimait qu'à la fin de 2008, le ratio de financement moyen pourrait avoir baissé de 29%, à 67%. Selon le FMI, le ratio de financement moyen de tous les régimes du S&P 500 a reculé à 75% en 2008, seules 55 caisses satisfaisant au seuil de financement minimum de 92% exigé par la loi sur la protection des retraites de 2006 (*Pension Protection Act*)⁽⁶⁾. Les régimes de retraite qui accusent le plus sérieux déficit de financement sont ceux des industries matures, comme l'automobile.

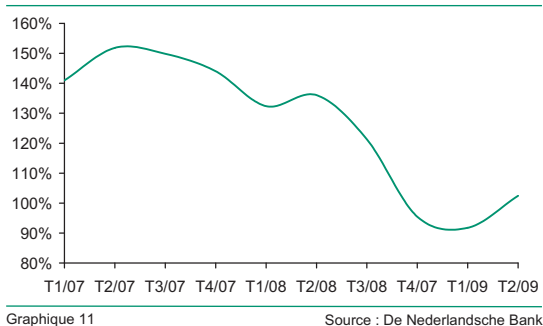
Lorsque l'entreprise "sponsor" d'un régime américain à prestations définies est en cessation de paiements, la caisse de retraite est reprise par le *Pension Benefit Guarantee Corporation* (PBGC). En janvier 2007, nous avons déjà indiqué que la PBGC était confrontée à de sérieuses difficultés⁽⁷⁾. Depuis, les problèmes n'ont fait que s'aggraver. La PBGC estime que, entre la fin de l'exercice 2008 et le deuxième trimestre de l'exercice 2009, le système a accumulé un déficit d'environ 33,5 milliards de dollars (graphique 9), près du triple du déficit enregistré au cours de l'exercice 2008. Pour la PBGC, ce déficit s'explique en partie par des pertes de résiliation (différence entre les actifs et les engagements des fonds de pension repris par l'Agence) mais aussi par la modification du taux d'actualisation utilisé pour évaluer les engagements. Conséquence directe de la récession actuelle, la situation financière de la PBGC est appelée à se détériorer rapidement, dans la mesure où l'Agence devra reprendre un plus grand nombre de fonds de pension d'entreprises en faillite, dont la plupart sont largement sous-financés. Selon certaines estimations, l'opération de renflouement de l'Agence pourrait coûter 100 milliards de dollars au contribuable américain⁽⁸⁾.

Au Royaume-Uni, le *Pension Protection Fund* estime que 15% seulement des fonds de pension à prestations définies affichaient encore un excédent vers la fin du mois d'août 2009, contre près de 30% un an plus tôt. Au cours de cette période, le déficit de financement s'est creusé, passant de 39,3 milliards de livres sterling à 173,2 milliards, tandis que le ratio de financement a reculé à 83% (graphique 10).

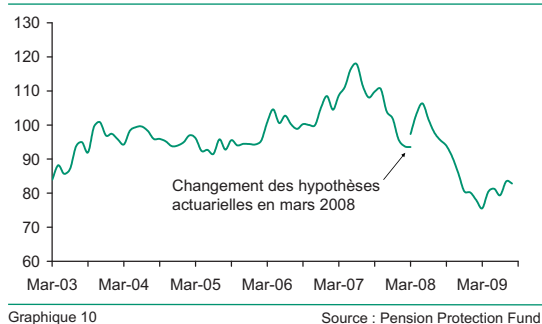
Solde financier du PBGC



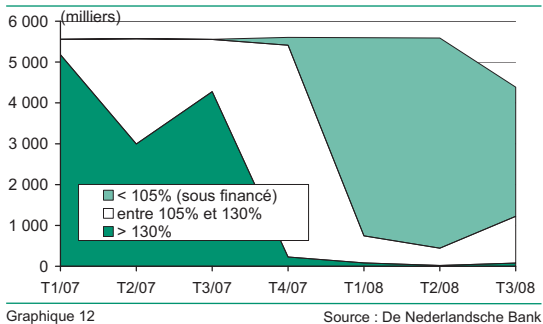
Pays-Bas : ratio de financement



Royaume Uni : ratio de financement



Membres actifs des fonds de pension par ratio de financement



En Irlande, le *Pensions Board* a confirmé que près de 90% des régimes de retraite n'avaient pas respecté les exigences en matière de financement en 2008. Au cours d'une audition devant le parlement sur le Rapport annuel et les comptes 2008 du *Pensions Board*, son directeur général, Brendan Kennedy, a déclaré que le ratio de financement moyen s'établissait aux environs de 70%. Le ratio de financement de nombreux régimes de retraite se situe autour de ce niveau. Toutefois, a-t-il rappelé, dans certains cas, les actifs des caisses de retraite représentent moins de 50% de leurs engagements.

Aux Pays-Bas, le ratio de financement a brutalement chuté à 92% vers la fin mars 2009, contre 132% un an plus tôt. Cependant, grâce au rebond des actifs et à l'augmentation de la courbe de taux, le taux de financement s'est nettement amélioré. A la fin juin 2009, le taux moyen est revenu à 102% (graphique 11). Toutefois, plus de 50% des fonds de pension étaient

sous-financés ; autrement dit, leur ratio de financement se situait en deçà de 105%. Du fait de leur mauvaise situation financière, la quasi-totalité des fonds de pension hollandais ont dû procéder à un gel des prestations en 2009. Les prestations de retraite ne sont indexées sur l'inflation que si le ratio de financement du fonds est supérieur à 130%. Vers la mi-2009, seuls 7% des fonds de pension étaient dans cette situation (graphique 12).

Quant au financement des fonds de pension helvétiques, il s'est remarquablement amélioré après le rebond notable du marché au premier trimestre 2009. Les autorités helvétiques de surveillance régionale ont annoncé que nombre de fonds de pension avaient réussi à redresser leur situation financière. Parmi les 3 200 caisses de retraite, 30% étaient sous-financées et seulement 8,2% avaient un niveau de financement inférieur à 90% -- niveau à partir duquel un plan de redressement devient obligatoire.

Encadré 1 : régimes à prestations définies et à cotisations définies

L'épargne-retraite peut revêtir plusieurs formes : fonds créés par une seule entreprise ou par plusieurs, plans d'assurance vie, régimes confiés à des gérants d'actifs spécialisés ou des banques. Malgré leur hétérogénéité, ces formules se subdivisent, néanmoins, en deux grandes catégories : les régimes à prestations définies et les régimes à cotisations définies.

Dans les régimes à prestations définies, la rente obtenue au final dépend de facteurs exogènes tandis que la contribution de l'entreprise « sponsor » est endogène. Le régime est principalement géré par l'employeur et l'adhésion fait souvent partie du contrat de travail. La pension versée est généralement liée au salaire perçu pendant sa carrière. Le sponsor du régime supporte le risque de placement. Les régimes à prestations définies peuvent être financés ou non financés. En général, les régimes privés sont financés. Parmi les exemples des régimes non financés, il convient de citer les systèmes publics par répartition, les régimes de retraite pour cadres et les caisses d'entreprises allemandes.

La part des régimes à prestations définies dans l'univers des retraites est en train de reculer au profit des régimes à cotisations définies, plus flexibles. Dans le cadre de ces régimes, les cotisations au fonds de pension sont exogènes, tandis que les prestations de retraite dépendent du niveau des cotisations et du produit financier des comptes individuels souscrits pendant la vie active. Le risque de placement est supporté par le souscripteur.

Les régimes hybrides allient les caractéristiques des fonds de pension à prestations définies et de ceux à cotisations définies. Le système hybride le plus répandu est celui des prestations en espèces (cash benefit). Dans le cadre de ce plan, chaque adhérent dispose d'un compte théorique. Ce compte est alimenté par des cotisations régulières égales à un certain pourcentage du salaire de l'adhérent. De plus, l'adhérent perçoit un intérêt. Le taux d'intérêt appliqué dépend des conditions du contrat. Il s'agit souvent d'un taux fixe ou d'un taux lié à une référence telle que le bon du Trésor à un an. Pour l'adhérent, le plan de prestations en espèces est comparable à un régime à cotisations définies. Cependant, pour l'entreprise, il s'apparente plutôt à un plan à prestations définies, dans la mesure où les prestations ne dépendent pas de la performance des investissements du plan. L'employeur supporte le risque de placement et les autres risques tels que la longévité.

Encadré 2 : quelques principes de base pour la comptabilité des fonds de retraite

Les fonds de pension perçoivent des contributions de leurs membres, qui, à leur tour, sont investies dans certains actifs, tels que des obligations, des actions, et des actifs immobiliers. En échange, les membres reçoivent des créances sur les fonds, qui les autoriseront à percevoir une prestation vieillesse à l'avenir (laquelle représente un engagement pour les fonds).

Les actifs doivent être valorisés au cours du marché. La valorisation des engagements des fonds de pension est problématique parce que ceux-ci ne sont pas vendables sur le marché. Les déboursements des fonds de pension ressemblant à des coupons obligataires, les fonds de pension utilisent pour leur valorisation la courbe de rendement des obligations sans risque (aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, celle des obligations corporate notées AA).

Un exemple : voici le bilan du fonds de pension « Prudentia » à la fin de l'année T :

Actifs		Engagements	
Obligations	30	Créances de retraite	90
- Corporate	15		
- Etat	15		
Actions	55	Réserve	10
Immobiliers	10		
Trésorerie	5		
Total	100	Total	100

Le bilan de Prudentia semble très satisfaisant, le ratio de financement (actifs/engagements de retraite) étant de 111%. Supposons que, l'année suivante : les prix des actions chutent d'un tiers ; les prix immobiliers reculent de 20% ; en raison des turbulences sur les marchés financiers, les taux des obligations corporate augmentent de 30 points de base, alors que les taux des obligations d'Etat diminuent de 30 points de base. A la fin de l'année T+1, les actifs de Prudentia seraient évalués à 80, une perte de 20.

Pour revaloriser les engagements, nous pourrions employer le principe de base des fonds de protection du Royaume-Uni (PPF), qui dit que la hausse du rendement des obligations de 30 points de base entraîne une diminution des engagements de retraite de 6%. Ceci compense en partie la chute de la valeur des actifs. Néanmoins, le fonds de pension serait maintenant sous-financé, son ratio de financement s'élevant à 94%.

Le bilan de Prudentia à la fin de T+1

Actifs		Engagements	
Obligations	30	Créances de	85
- Corporate	14	retraite	
- Etat	16		
Actions	37	Sous-	-5
		financement	
Immobiliers	8		
Trésorerie	5		
Total	80	Total	80

Prudentia peut toujours payer ses prestations aux retraités. Cependant, le régulateur pourrait demander au sponsor du fonds de faire des contributions additionnelles, afin de sécuriser le paiement des créances de retraite également à l'avenir.

De nombreux pays ont pris des mesures de sauvegarde du système des retraites privées

Beaucoup de pays sont passés à l'offensive devant les pertes considérables du secteur des retraites. La première réaction des autorités a été de renforcer la surveillance des fonds de pension. En Allemagne, le BAFin, qui supervise la plupart des *Pensionskassen* et *Pensionfonds*, oblige à présent les fonds de pension à se soumettre, chaque année, à deux tests de résistance (*stress tests*) au lieu d'un seul jusque-là. Pour le moment, le renforcement des contrôles par le BAFin et autres autorités de régulation des fonds de pension n'a pas abouti à de nouvelles réglementations. Des tests de scénario plus rigoureux ont également été introduits en Suède, au Portugal et en Slovaquie.

Le principal sujet de préoccupation pour les autorités a été de limiter l'effet de contagion sur l'économie réelle. Comme nous l'avons souligné plus haut, de nombreux régimes à prestations définies sont nettement sous-financés, obligeant les entreprises "sponsor" à consentir d'importantes contributions pour éponger les déficits. Cependant, les autorités craignent pour la plupart que le remède soit pire que le mal. Déjà confrontées à l'érosion de leurs marges bénéficiaires, beaucoup d'entreprises seront tout simplement dans l'incapacité d'apporter de telles contributions. De plus, même si elles sont à même d'assainir la position de financement de leurs fonds de pension, de telles

mesures ne sauraient constituer une solution d'un point de vue macroéconomique dans le sens où elles risquent aussi de contribuer à aggraver le ralentissement.

Le problème est que l'on ne connaît pas avec précision l'importance réelle du sous-financement. Compte tenu des fluctuations des marchés boursiers, la question du sous-financement pourrait être en partie résolue avec le redressement du cours des actions. Concernant les engagements, il suffirait d'une légère augmentation du taux d'actualisation pour réduire la valeur actuelle des retraites futures. Il est possible que les déficits des régimes se comblent avec le retour à la normale des marchés financiers.

Au Danemark, les compagnies d'assurance et des fonds de pension, dont la situation s'est détériorée sous l'effet des turbulences des marchés, pourraient être contraints de céder leurs obligations hypothécaires danoises, malgré de sérieuses conséquences sur les épargnants et les propriétaires. Pour prévenir ce risque, le régulateur a autorisé les fonds de pension à calculer leur ratio de solvabilité en intégrant les résultats escomptés une fois que la situation sera revenue à la normale – ce qui revient de fait à supprimer l'utilisation à court terme des valorisations au cours du marché et à entraîner une augmentation de la courbe de taux. La Finlande a eu une attitude similaire.

Aux Pays-Bas, les fonds de pension ont également demandé au régulateur d'augmenter la courbe de taux pour réduire l'accroissement de leurs engagements. Mais l'autorité de contrôle a préféré laisser plus de temps aux fonds de pension – cinq ans au lieu du délai normal fixé à trois ans – pour ramener le ratio de financement de leurs engagements à 105%. Cette période d'assainissement des comptes reste, néanmoins, relativement courte par rapport à d'autres pays.

Dans les pays dotés d'un régime d'assurance retraite, les autorités, craignant de voir les entreprises déposer leur bilan, n'ont pas renforcé leurs exigences en matière de financement. Dès lors, le régime d'assurance retraite devra prendre en charge le sous-financement de la caisse de retraite, de quoi pénaliser le contribuable mais aussi les adhérents des fonds de pension, qui pourraient voir leur rente amputée. Cependant, les régimes d'assurance sont en train d'augmenter leurs prélèvements suite à la multiplication des dépôts de bilan, alourdissant ainsi la charge des entreprises "sponsor".

En Grande-Bretagne, le régulateur des fonds de pension a publié une directive en juin, soulignant l'importance d'un financement prudent des régimes de

retraite. Il a également invité les fiduciaires à faire preuve de souplesse en cas de difficultés de trésorerie des entreprises "sponsor" lors de la mise en œuvre des plans de redressement. Le régulateur craint, en effet, qu'en cas de cessation de paiement le *Pension Protection Fund* n'ait à reprendre les fonds de pension en déficit.

En Irlande, l'un des pays les plus touchés par la crise économique, les fonds privés sous-financés ont également bénéficié d'aménagements pour soumettre leur plan de redressement. Dans un premier temps, le *Pensions Board* a repoussé le délai à six mois. Puis, en avril 2009, la loi sur la sécurité sociale et les retraites (*Social Welfare and Pension Act*) a été adoptée, reportant le délai à deux ans après la date d'effet de l'évaluation actuarielle. La loi a également introduit un plan de paiement en cas d'insolvabilité des fonds de pension (le *Pensions Insolvency Payment Scheme* ou PIPS), qui modifie les priorités lors de la dissolution des régimes de retraite financés par des entreprises insolubles. Selon les nouvelles règles, les actifs seront en premier lieu affectés au versement des pensions des retraités existants. Cependant, ces mêmes pensions ne seront pas revalorisées tant que les membres actifs et différés n'auront pas reçu leurs prestations. En cas de déficit significatif des actifs de retraite, les souscripteurs pourront prétendre à un complément versé par l'Etat dans le cadre du dispositif de garantie minimale en cas d'insolvabilité des fonds de pension (*Pension Insolvency Minimum Guarantee*).

Les autorités helvétiques, en revanche, ont officiellement adopté une ligne plus dure. L'Office fédéral d'assurance sociale a, en effet, dissuadé les fonds de pension de compter sur une amélioration du marché pour combler leurs déficits. L'Office craint que les régimes de retraite, en retardant les mesures de recapitalisation, aient encore plus de mal à remédier à leur sous-financement.

Dans certains pays, le développement du deuxième pilier des retraites, constitué des dispositifs appelés "complémentaires", a connu un ralentissement, dans la plupart des cas, pour soutenir les finances publiques. En Estonie, l'Etat a suspendu ses contributions – 4% du salaire – au second pilier pendant deux ans à partir de juin 2009. Cependant, en cas de rebond de l'économie, le gouvernement s'est engagé à verser 6% au cours des deux années suivantes pour ceux qui auront choisi de poursuivre le versement des cotisations à leur régime de retraite complémentaire. Les contributions des pouvoirs publics au deuxième pilier ont également été

réduites en Lettonie et en Lituanie. En Slovaquie, en Croatie et en Hongrie, devant la détérioration des performances des fonds de pension, les gouvernements ont autorisé leurs adhérents à revenir dans le système public. En Argentine, le gouvernement a nationalisé les fonds de pension⁽⁹⁾. L'Etat irlandais a également repris 14 caisses de retraite d'universités et organismes publics en intégrant leurs actifs dans le *National Pension Reserve Fund*⁽¹⁰⁾. Les actifs de ces fonds s'élevaient à 1,7 milliard d'euros à la fin de l'année dernière et les engagements aux environs de 3 milliards d'euros. La décision a été, dans une large mesure, motivée par des considérations budgétaires.

Pour encourager les dépenses de consommation, les autorités danoises ont autorisé les souscripteurs à retirer des fonds des régimes spéciaux d'épargne-retraite. Selon les estimations de Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP), organisme de retraite autonome, principal administrateur du plan, les retraits pourraient atteindre environ 25 milliards de couronnes danoises ou 1,4% du PIB. ATP a donc été contraint de vendre des actions sur des marchés très volatils et déprimés. Quant aux autorités islandaises, elles ont donné leur feu vert pour permettre aux adhérents des fonds de pension de prélever jusqu'à 1 million de couronnes islandaises (ou 5 500 euros) sur leur épargne-retraite personnelle, ce montant étant étalé sur neuf mois. Les personnes âgées de plus de 60 ans sont, pour leur part, autorisées à retirer l'intégralité de leur épargne.

Enfin, dans de nombreux pays, les autorités ont durci la réglementation relative au placement retraite, notamment pour protéger les souscripteurs aux régimes à cotisations définies. En Autriche, le gouvernement est parvenu à un accord à la mi-juillet sur la réforme de la réglementation, qui devrait entrer en vigueur en janvier. Aux termes de cet accord, un dispositif de retraite "de sécurité" sera introduit, fondé sur un portefeuille "sécurisé" générant un rendement minimum d'environ 2,5%.

Dans certains cas, le durcissement des règles relatives aux investissements est plutôt destiné à améliorer la situation macroéconomique qu'à préserver les actifs de retraite. En Islande, en raison du contrôle des changes, il était quasiment interdit aux fonds de pension d'investir dans des actifs étrangers. Compte tenu de la taille réduite de cette économie, une telle contrainte représentait un sérieux frein à la diversification de leur portefeuille. Pour remédier à la situation, le Parlement islandais a relevé le plafond des placements en actions non cotées à 20% contre 10%

auparavant. Cependant, l'année dernière, au plus fort de la crise, les fonds n'ont pas cédé aux appels qui leur ont été lancés de rapatrier jusqu'à 50% de leurs actifs étrangers pour soutenir l'économie locale. Bien leur en a pris puisque les Bourses étrangères devaient par la suite rebondir et la couronne marquer le pas.

Conclusions

Des leçons utiles peuvent être tirées de la crise actuelle. Les fonds de pension devront peut-être adopter des stratégies plus prudentes. Le déficit des réserves des régimes à prestations définies peut être attribué au décalage entre les actifs et les engagements ainsi qu'à la valorisation des actifs de retraite au cours du marché. Ce décalage pourrait être réduit si les fonds de pension investissaient davantage dans des instruments à revenu fixe de même durée que leurs engagements. Les gouvernements pourraient aider en émettant des obligations à très long terme et des titres liés à des indices. Autre possibilité, les fonds pourraient rester fortement investis en actions mais recourir à des contrats de swap (de taux d'intérêt) pour éliminer le décalage (*mismatch*). En outre, les règles de financement pourraient être durcies en instaurant des coussins de sécurité en fonction de la volatilité des actifs, ce qui encouragerait également les fonds de pension à réduire le décalage existant.

L'apparition relativement rapide des déficits s'explique par la valorisation au cours du marché. Plusieurs observateurs ont formulé des objections à l'encontre de cette méthode, d'autant plus que les fonds de pension constituent des investisseurs à long terme. Les nouvelles mesures comptables auront peut-être accru la transparence, mais elles auront également favorisé un comportement procyclique. Dans des marchés haussiers, les entreprises peuvent réduire leurs contributions aux fonds et augmenter les dividendes, tandis qu'en période de marchés baissiers elles doivent accroître l'épargne, ce qui ne fait qu'accroître le ralentissement.

Les problèmes liés à une valorisation au cours du marché (connue également sous l'appellation de valorisation à la juste valeur) vont bien au-delà du domaine des retraites⁽¹¹⁾. Malgré les défauts de cette méthodologie, le FMI prétend que celle-ci représente toujours le cadre comptable le plus adapté aux institutions financières, conseillant d'augmenter les fonds propres de sécurité et les provisions constituées dans une optique de long terme pour compenser le

caractère procyclique de la valorisation à la juste valeur. Les autorités de surveillance des fonds de pension pourraient contribuer de manière significative à réduire ce caractère procyclique en exigeant la constitution de fonds propres de sécurité en période de hausse du cycle, tout en accordant aux fonds davantage de temps pour reconstituer leurs réserves en période de ralentissement. La Banque d'Espagne en a donné un exemple pour le secteur bancaire.

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les employeurs tendent de plus en plus à clore leurs plans à prestations définies et à proposer à la place aux nouveaux employés des régimes à cotisations définies. Cette tendance s'est accélérée avec la mise en place des nouvelles normes comptables. Malgré les incitations financières des employeurs, le taux de participation aux nouveaux régimes est nettement inférieur à celui aux régimes traditionnels (qui sont habituellement prévus dans les contrats de travail).

La réticence des salariés à souscrire de tels plans s'explique en partie par leur manque de liquidité. Pour la plupart d'entre eux, ils n'accordent, en effet, de prestations qu'au moment de la retraite. Il arrive aussi fréquemment que les salariés ignorent le montant de l'épargne leur permettant de financer une retraite confortable. Enfin, les salariés ont du mal à choisir entre les différents produits de retraite. Ils ne se rendent souvent pas compte qu'un rendement plus élevé suppose également un risque supérieur. La crise financière actuelle constitue une difficulté supplémentaire pour les convaincre de l'utilité d'une adhésion à un plan à cotisations définies.

Peut-être parviendra-t-on à surmonter ces réticences par une meilleure information et une diversification des options de placement de sorte que les souscripteurs puissent se décider en connaissance de cause sur le risque qu'ils veulent prendre. L'introduction de fonds "cycle de vie" au sein desquels l'allocation d'actifs privilégie la sécurité des placements au fur et à mesure que les souscripteurs avancent en âge pourrait être une bonne solution pour ceux qui ne souhaitent pas gérer activement leur portefeuille.

Enfin, la crise financière actuelle soulève de nombreuses questions quant à la forme à donner au futur système de retraites. Les problèmes auxquels sont à présent confrontés les fonds de pension privés laissent penser que ces derniers sont dans l'incapacité d'apporter une solution viable. Ils pourraient même compromettre l'expansion future des systèmes de retraites privés.

Or une telle évolution serait regrettable, et ce, pour deux raisons. Tout d'abord, rien ne permet de penser qu'un retour à un système de retraites exclusivement public serait la bonne solution. Suite aux turbulences financières et à la crise économique qu'elles ont engendrées, la situation budgétaire de nombre de pays s'est nettement détériorée. De plus, il ne faut pas oublier que les déficits des régimes à prestations définies restent minimes en regard des engagements non financés des systèmes publics par répartition, qui ne figurent même pas au bilan des Etats.

Ensuite, les fonds de pension privés présentent des externalités positives non négligeables pour le développement financier. Dans certains pays, en particulier en Irlande, l'épargne-retraite a largement contribué à soutenir le secteur bancaire.

Selon notre analyse, la répartition des risques entre les provisions des systèmes de retraite publics et privés d'une part et, d'autre part, entre les fonds de pension et les régimes publics par répartition reste une solution viable à long terme face aux problèmes démographiques qui s'annoncent.

6 octobre 2009

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

NOTES

(1) La classification des retraites la plus utilisée est le système des piliers. Le premier pilier est celui du système public par répartition, qui assure une pension de retraite de base. Le deuxième pilier correspond aux régimes complémentaires des salariés et des indépendants. Dans de nombreux cas, ils sont obligatoires et financés. Tous les autres régimes de retraite facultatifs constituent le troisième pilier.

(2) Si l'on tient compte des régimes individuels aux Etats-Unis (tels que les comptes retraite individuels) et dans d'autres pays, la perte atteint environ 5 000 milliards de dollars.

(3) Voir Gregorio Impavido et Ian Tower, 2009, "How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter", Document de travail du FMI (09/151).

(4) Voir par exemple D'Addio, Seidedos and Whitehouse, 2008, "Investment risk and pensions: measuring uncertainty in returns", Social, Employment and Migration – Document de travail n°70, OCDE.

(5) OCDE, 2009, *Private Pension Outlook 2008*.

(6) FMI, *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, octobre 2009, Annexe 1.5.

(7) Raymond Van der Putten, "La crise du système de retraite américain", BNP Paribas, Conjoncture (janvier 2007).

(8) Douglas Elliot, 2009, "The Tripling of the PBGC's Deficit: What Does it Tell Us?", Brookings Institution, 4 juin 2009.

(9) Comme les fonds de pension argentins étaient investis, pour la plupart, en titres de la dette publique non négociables, l'impact économique de cette décision a été moins important qu'il n'y paraît.

(10) Le Pension Reserve Fund a été créé en avril 2001 pour faire face autant que possible aux coûts de la sécurité sociale et des retraites dans la fonction publique en Irlande à partir de 2025, les coûts devant alors augmenter considérablement en raison du vieillissement de la population. Le fonds a servi à recapitaliser la Banque d'Irlande et le groupe Allied Irish Banks à hauteur de 7 milliards d'euros.

(11) Voir FMI "Rapport sur la stabilité financière dans le monde", octobre 2008, chapitre 3, pour les effets de la valorisation à la juste valeur sur le secteur bancaire.

Direction des Etudes Economiques

Philippe d'ARVISENET Chef économiste - Economies OCDE	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Responsable Economies OCDE Questions structurelles, Marché financier unique Eric VERGNAUD	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Conjoncture Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ZONE EURO, ITALIE, MARCHÉ DU TRAVAIL ZONE EURO Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE Philippe SABUCO	01.43.16.95.54	philippe.sabuco@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOLET Philippe SABUCO	01.57.43.02.91 01.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com philippe.sabuco@bnpparibas.com
RISQUES PAYS Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER Christine PELTIER	01.43.16.95.41 01.42.98.56.27	delphine.cavalier@bnpparibas.com christine.peltier@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Sylvain BELLEFONTAINE Valérie PERRACINO	01.42.98.26.77 01 42 98 74 26	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com valerie.perracino@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.02.04 01.42.98.43.86	stephane.alby@bnpparibas.com jeanloic.guizeze@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Alexandre VINCENT	01.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com



Nos publications

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker -dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapour exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act. © BNP Paribas (2009). Tous droits réservés

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : www.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Octobre 2009 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas



BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

La banque d'un monde qui change

economic.research.bnpparibas.com