

Garanties

Evaluer le coût de garantie des pensions à cotisation définie

Différents types de pensions impliquent différentes sortes d'incertitudes. Par exemple, les systèmes de retraite du secteur public comportent une "clause de risque", à savoir que le régime de retraite peut être réformé dans le futur de telle sorte que les prestations soient différentes de ce que l'on attendait. Les systèmes de retraite privés sont moins sujets à ce risque, car il est peu probable que les gouvernements confisquent la propriété privée. Mais les pensions à cotisation définie comportent réellement le risque des marchés de capitaux durant la phase d'accumulation, quand les cotisations et les retours sur investissement se développent au sein du fonds de pension. Le risque est que les résultats du fonds de pension soient insuffisants pour donner à chaque membre un revenu de retraite convenable.

Les gouvernements, dans leur rôle de régulateur, peuvent faire beaucoup pour atténuer le risque des marchés de capitaux. Ils peuvent appliquer des règles d'investissement prudent et permettre aux fonds de diversifier leurs portefeuilles. Ils peuvent encourager la concurrence en exigeant des comptes rendus et une information normalisés. Ils peuvent aussi influencer indirectement les résultats des fonds par des améliorations parallèles de l'efficacité des marchés intérieurs de capitaux.

Mais beaucoup de gouvernements sont allés plus loin, et ont fourni des garanties explicites de résultat des fonds.

Types de garanties

Il existe au moins quatre types potentiels de garanties :

- Un taux absolu de retour, c'est-à-dire que le fonds offre un retour pré-spécifié
- Un niveau absolu de prestation, ce qui implique que le fonds doit générer un certain taux de retour
- Un taux de retour relatif par rapport au secteur, c'est-à-dire que le fonds offre un retour proche de la moyenne de tous les fonds
- Un taux de retour relatif par rapport à un repère, c'est-à-dire que le fonds offre un retour proche du retour d'un portefeuille synthétique choisi

En pratique, les pays présentent toute la gamme de ces différentes garanties.

Les garanties de taux absolu de retour

Nous commençons par les pays qui offrent une garantie absolue, listés dans le Tableau 1.

Les fonds de prévoyance de Malaisie et de Singapour offrent un retour nominal minimum de

2,5% par an. (Ce ne sont pas des fonds privés, mais ils sont obligatoires et sont basés sur des comptes individuels à cotisation définie.) Le gouvernement comble la différence si les retours sur investissement n'atteignent pas l'objectif.

En Suisse, les fonds de pension basés sur l'employeur doivent offrir des retours annuels d'au moins 4% en termes nominaux sur les comptes de leurs membres à cotisation définie. Chaque fonds est tenu de compenser tout déficit. Le résultat est que beaucoup de caisses de retraite suisses paient 4% par an quelque soit le retour sur l'investissement fondamental.

Notons que ces trois premiers pays spécifient tous un retour nominal minimum, ce qui signifie que la valeur de la garantie est vulnérable à l'inflation.

Garanties absolues

1

<i>Pays</i>	<i>Garantie</i>
Argentine	Taux des dépôts bancaires
Hongrie	25 % des prestations de retraite publiques
Malaisie	2,5 % nominal
Mexique	100 % des anciennes prestations de retraites publiques
Singapour	2,5 % nominal
Suisse	4 % nominal
Uruguay	2 % effectif

Fixer à l'avance des taux de retour minimum fait plutôt de ces plans à cotisation ostensiblement définie des régimes à prestations définies. Ceci peut être compatible avec un objectif de politique public qui s'est centré sur des taux de remplacement fixés. Comme dans un régime à prestation définie, ceci crée une obligation qui dépend de la différence entre les taux de retour minimum et réels. Cette obligation nécessite un sponsor qui prenne en charge le coût.

Plusieurs pays proposent un type plus complexe de garantie absolue. Les Hongrois qui ont choisi de passer à un nouveau système combinant le public et le privé se sont vu promettre que l'annuité générée par la composante privée du fonds serait

d'au moins 25% de leur prestation publique. La garantie est accessible seulement aux personnes qui ont cotisé au fonds capitalisé pendant au moins 15 ans.

Le Mexique a transféré tous les travailleurs au nouveau système privé. La garantie consiste en ce que le gouvernement comblera la différence si l'annuité produite par le système privé est plus faible que la prestation qu'ils auraient reçue dans l'ancien système. A vrai dire, la plupart des personnes approchant de la retraite sont virtuellement certaines de déclencher la garantie.

Parce qu'elles sont liées aux résultats dans un système à prestation définie, la valeur des garanties en Hongrie et au Mexique est à la fois spécifique à la personne et fonction de la performance relative des fonds publics et privés. Ce système est cohérent avec un besoin identifié de renforcer le soutien à la réforme des pensions, mais il est complexe à administrer et potentiellement très coûteux.

Enfin, l'Argentine et l'Uruguay ont établi des régimes publics avec un taux de retour absolu garanti. En Uruguay, il est de 2% de valeur effective, tandis qu'en Argentine il est équivalent au taux dominant pour les dépôts bancaires. Cette garantie ne s'applique pas aux membres des fonds de retraite privés qui font partie du même système.

Garanties avec taux de retour relatif

Les garanties avec taux de retour relatif à la moyenne des autres fonds de pension sont fréquentes en Amérique Latine, comme on peut le constater dans le Tableau 2.

Le Chili, le Salvador et le Pérou exigent des fonds de pension qu'ils produisent un taux de retour effectif soit de 50% de la moyenne du système, soit de 2% de moins que la moyenne du système, en prenant le plus réduit.

Garanties relatives

2

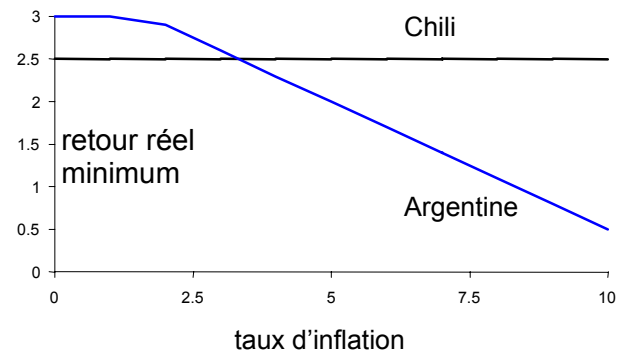
Pays	Garantie
Argentine	Le plus réduit de : 70% du retour nominal moyen des fonds, et retour nominal moyen moins 2%
Chili	Le plus réduit de : 50% du retour effectif moyen des fonds, et retour effectif moyen moins 2%
Colombie	minimum basé à la fois sur la moyenne des résultats des fonds et sur le retour d'un portefeuille repère
Hongrie	15% de moins que le rendement d'un index de rentes sur l'Etat
Pérou	Le plus réduit de : 50% du retour effectif moyen des fonds, et du retour effectif moyen moins 2%
Pologne	Le plus réduit de : 50% du retour nominal de la moyenne des fonds, et retour nominal de la moyenne des fonds moins 4%
Uruguay	Le plus réduit de 2% de retour effectif, et retour nominal de la moyenne des fonds moins 2%

Les fonds de pension privés en Argentine doivent payer un minimum relatif aux retours nominaux. La garantie est de 70% de la moyenne du système ou de 2% de moins que la moyenne, en prenant le plus réduit. La garantie en Pologne est également fixée par rapport aux retours nominaux, mais les fonds peuvent s'écarter de la moyenne avec une plus grande marge.

Ces deux garanties ont des effets très différents avec des taux d'inflation et de retours effectifs différents. Le Graphique 3 considère l'effet de l'inflation, pour un taux de retour effectif constant de 5%. Au Chili, la garantie est de 50% du retour effectif —ou 2,5%— quelque soit le taux d'inflation. En Argentine, le tableau est plus complexe. A de bas niveaux d'inflation, la garantie est renchérie à 2% au-dessous du retour nominal. Mais quand l'inflation augmente, le retour minimum garanti baisse. A 10% d'inflation, par exemple, le retour minimum est de 70% du retour nominal de 15,5%, soit 10,85% de la valeur nominale. Ce qui équivaut à un retour effectif de 0,7%.

Garanties et inflation

3



D'autres pays ont des formules pour le retour minimum qui incluent un élément garantissant les retours relatif à des repères de marché, ainsi que -ou au lieu de- garanties relatives à la moyenne des fonds de pension. En Colombie, la moitié du retour minimum est fixée à 90% de la moyenne des fonds de pension privés. L'autre moitié du minimum dépend du retour sur un portefeuille repère, dont une partie dépend de la distribution réelle des actifs de fonds de pension.

La Hongrie offre une garantie de retour relative à un repère ainsi qu'une prestation de retraite minimum. Les fonds de pension doivent compenser tout déficit dans les retours individuels si les résultats d'investissement sont inférieurs de plus de 15% aux retours sur un index de rentes sur l'Etat. Les revenus d'investissement qui dépassent de plus de 40% les retours de rentes doivent être mis de côté comme réserves.

Financement des garanties

Il y a plusieurs façons différentes de financer les garanties :

- Grâce aux ressources internes des fonds de pension
- Grâce au capital du gestionnaire de fonds de pension
- Grâce à un fonds de garantie central
- Grâce au gouvernement

En pratique, si les rendements chutent au-dessous du minimum, la différence est compensée séquentiellement par plusieurs de ces sources potentielles.

En Amérique Latine, la première source des fonds pour assurer les garanties est une réserve établie au sein même du fonds de pension. En Argentine et au Chili, par exemple, la garantie est symétrique. Tout retour de 30 à 50% au-dessus de la moyenne du système doit être versé à une réserve de fluctuation de rendement. Par ailleurs, les gestionnaires de fonds doivent tenir un compte séparé de leurs ressources propres. En Argentine, par exemple, le gestionnaire d'actifs doit mettre de côté les excédents au-delà de 3 millions de dollars, ou 2% des actifs.

Un déficit sur les retours est comblé en premier lieu par la réserve de fluctuation de rendement ; en second lieu, par la réserve de trésorerie des gestionnaires ; et enfin par le capital privé du gestionnaire de fonds. Si tout cela est insuffisant, alors le fonds est liquidé et le déficit est compensé par le gouvernement. Le financement des garanties fonctionne de façon similaire dans les autres pays latino-américains.

Contrairement à l'Amérique Latine, la Hongrie et la Pologne ont toutes deux établi un fonds central de garantie des pensions. Les fonds hongrois doivent verser entre 0,3 et 0,5% de cotisation à ce fonds, qui vise à détenir entre 0,3 et 1,5% du total des actifs du système de fonds de pension. En Pologne, ce fonds vise 0,1% du total des actifs. Encore une fois, s'il y a un déficit, il est comblé de façon séquentielle. Les fonds hongrois entretiennent une réserve de fluctuation de rendement au sein du fonds, en versant un pourcentage des retours en excédent par rapport au maximum. Les fonds polonais doivent mettre en réserve de 3 à 5% des actifs pour répondre à tout déficit. Le fonds central de garantie intervient une fois que ces réserves ont été épuisées. Dans l'éventualité où le fonds central de garantie est insuffisant, c'est le gouvernement qui intervient.

Les dangers d'offrir des garanties

Toutes les formes de protection d'investissement, telles que la garantie de dépôt, génère le problème de "risque moral" : une fois que les pertes issues d'un risque particulier sont assurées, les gens font moins attention pour éviter les circonstances qui déclenchent les garanties. Les gestionnaires de fonds de pension, par exemple, peuvent choisir

des actifs à haut risque avec un potentiel de retours élevés, en sachant que les retours seront protégés si l'investissement n'est pas rentable.

Les régulateurs peuvent tenter d'éviter le risque moral de plusieurs façons. Premièrement, les garanties devraient, au moins en partie, être financées par une assurance propre aux ressources des fonds ou à celles des gestionnaires de fonds. Dans le pire des cas, quand les garanties du gouvernement peuvent être actionnées, le coût pour les gestionnaires de fonds devrait être élevé, en clair entraîner la liquidation des fonds.

Deuxièmement, les régulateurs peuvent limiter les portefeuilles de gestionnaires de fonds pour éviter des investissements excessifs en capital à risque. Mais ces restrictions peuvent avoir un coût économique élevé en empêchant la concurrence et en réduisant la portée de la diversification.

Dans de nombreux pays, le résultat de la combinaison des garanties sur le taux de retour et des restrictions de portefeuille a canalisé les gestionnaires de fonds. Pour éviter d'être une butte-témoin dans la distribution des retours (ou comparés à un repère) et ainsi de déclencher des garanties qui peuvent imposer un coût à la société de gestion de fonds, les gestionnaires de fonds reviennent au même portefeuille. Au Chili par exemple, les fonds de pension détiennent en moyenne environ 30% d'actifs en actions, avec une déviation standard de cette pondération de seulement 1,6%.

L'effet de canalisation est renforcé par la brièveté relative de la période pendant laquelle les taux de retour sont souvent évalués. Ceci encourage les gestionnaires de fonds à rejeter des investissements potentiellement rémunérateurs, mais instables. Ce panorama d'investissement à court terme est inapproprié étant donné que les retraites sont des investissements à long terme. Le Chili est passé de retours annuels à des retours sur trois ans, tandis que la Pologne optait dès le départ pour des retours sur deux ans en moyenne. Mais le plus grand danger avec les garanties est peut-être que leurs coûts, tant pour les membres des régimes de retraite que pour l'engagement potentiel du gouvernement, ne sont pas transparents.

Ce manque de transparence encourage les gouvernements à offrir ou à imposer des garanties plus larges que celles qui seraient choisies si les coûts pour les membres et le budget du gouvernement étaient plus clairs. C'est spécialement vrai pour les garanties absolues.

Des modèles de choix de tarification du type utilisé dans les marchés dérivés peuvent évaluer le coût des différents types de garanties offertes. Pour un faisceau raisonnable d'hypothèses, le coût des garanties de taux de retour relatif et de minimum absolu est de l'ordre de 4 à 7% par an du total des actifs.

Autres lectures

G.G. Pennachi, (1998), 'Government guarantees on funded pension returns', Social Protection Discussion Paper no. 9806, Banque mondiale.

J.A Turner et D.M. Rajnes, (2000), 'Limiting worker financial risk through risk sharing: minimum rate of return guarantees for mandatory defined contribution plans', International Labor Office, BIT, Genève.

Banque mondiale (2000), 'Limitations de portefeuille : les restrictions sur les investissements de pension compromettent les performances des fonds', Pension Reform Primer.

Conclusions et Recommandations

- ❑ Les garanties des retours de fonds de pension peuvent accroître le soutien à la réforme
- ❑ Mais des garanties mal conçues peuvent la saper et créer d'importants engagements
- ❑ Le coût des garanties devrait être rendu aussi transparent que possible
- ❑ Des modèles de choix de tarification peuvent être utilisés pour illustrer le coût des garanties, pour éclairer la décision d'offrir des garanties, quel type de garanties et l'importance qu'elles devraient avoir
- ❑ Un financement transparent des garanties est facilité par l'obligation faite aux fonds de mettre à part leurs propres actifs; ce qui fournit aussi de meilleures stimulations aux gestionnaires de fonds
- ❑ Les garanties de retour relatif devraient être basées sur de longues périodes et des références appropriées

