

LE DÉBAT DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE :
LES FONDS DE PENSIONSALVADOR VALDÉS-PRIETO ¹LA SÉCURITÉ SOCIALE
DANS LES RÉFORMES RÉCENTES
DES RETRAITES
EN AMÉRIQUE LATINE

Un nombre important de pays latino-américains ont récemment mis en œuvre des réformes radicales destinées à instituer des systèmes de retraite privés par capitalisation. Ces pays réformateurs sont, chronologiquement, le Chili (1981), le Pérou (1993), la Colombie (1994), l'Argentine (1994), l'Uruguay (1996), la Bolivie (1997), et dernièrement le Mexique (1997). Bien que les réformes adoptées présentent des différences significatives, dues à la diversité des pays en cause, elles intègrent toutes un pilier par capitalisation, obligatoire mais géré par le secteur privé. Les conditions initiales des réformes actuelles diffèrent largement bien qu'existât préalablement, dans trois des sept pays, un système de retraite par répartition parvenu à maturité.

Les systèmes adoptés dans ces pays sont familiers à l'Europe, dans la mesure où ils se rapprochent de ce que la Commission européenne nomme le « troisième pilier » des systèmes de retraites. Il s'agit de retraites contractuelles individuelles, souscrites auprès de compagnies de gestions de fonds mutuels, ou équivalent, dans lesquelles les cotisations individuelles sont accumulées et investies ; le fonds qui en résulte est par la suite reversé après la cessation d'activité, soit directement, soit par le biais de l'achat d'une annuité auprès d'une compagnie d'assurance-vie. Le terme de « premier pilier » définit les systèmes de retraite obligatoires gérés par les pouvoirs publics et financés par répartition. Le « second pilier » fait référence aux systèmes de retraite organisés et gérés par les employeurs, qui peuvent être volontaires pour eux, mais sont obligatoires pour les salariés.

1. SALVADOR VALDÉS-PRIETO est professeur d'économie, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago (e-mail : svaldes@volcan.facea.puc.cl).

En Europe, il est admis que les « troisièmes piliers » offrent une certaine flexibilité financière, qu'ils évitent d'introduire des distorsions sur les marchés du travail, et qu'ils résistent mieux aux changements démographiques que les systèmes conventionnels mis en œuvre par l'État. Mais l'opinion publique européenne, qui possède une expérience plus que centenaire de la sécurité sociale, souligne rapidement les défauts d'une telle approche. Ceci explique pourquoi elle ne constitue que le troisième des piliers de l'offre de retraite ; ne garantissant en effet aucune sécurité et n'étant pas « sociale », on estime qu'elle ne fournirait pas – de loin – de véritable sécurité sociale. Concrètement, un troisième pilier n'assurerait aucune sécurité parce que : *i*) les rendements sur l'investissement peuvent être inférieurs aux anticipations, de telle sorte que la pension de retraite qui en résulte n'est pas garantie ; *ii*) il n'existe aucune garantie contre les effets de l'inflation ; *iii*) un troisième pilier ne peut être « social » car il n'existe de solidarité ni entre les générations, ni en leur sein (Commission européenne, 1997).

Cependant, en Amérique latine, de nombreux experts en matière de sécurité sociale se sont accordés sur le fait que les réformes des retraites améliorent le bien-être des pays qui les ont adoptées. Ces pays possèdent également une longue expérience historique de la sécurité sociale : des systèmes obligatoires existent depuis les années vingt dans trois d'entre eux, et depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale dans trois autres (soit depuis cinquante ans). La population des sept pays latino-américains qui ont adopté ces réformes des retraites représente 200 millions de personnes, et, pour six d'entre eux, celles-ci ont eu lieu dans un cadre démocratique.

Comment expliquer cette divergence de points de vue ? De nombreux experts latino-américains soutiennent que les troisièmes piliers conventionnels peuvent être, et ont été, améliorés de manière à résister à la plupart des critiques soulevées par les Européens, et qu'ils offrent une base solide de sécurité sociale. Leurs arguments sont repris ici, complétés, le cas échéant, par l'opinion de l'auteur ².

Le risque d'investissement

La critique des systèmes de retraite de « troisième pilier » abordée ici concerne la garantie du système de pensions : dans la mesure où ce sont des cotisations déterminées qui caractérisent la phase d'accumulation, et où il existe une incertitude considérable sur le rendement à long terme des fonds, le système de retraites qui en résulte n'est pas garanti ; par conséquent, ce pilier n'offre pas de sécurité. Cet argument fait référence à la partie non diversifiable du risque d'investissement, mais peut être étendu à d'autres risques non diversifiables, comme des chocs affectant l'espérance de vie.

Le problème général consiste à déterminer si les retraites à prestations garanties (PG) sont supérieures aux retraites à cotisations fixes (CF). La distinction entre prestation garantie et cotisation fixe repose sur le fait que dans le premier

2. L'auteur remercie Dominique Hachette pour ses remarques. Cet article repose de manière substantielle sur Valdés-Prieto (1997a) et (1997b).

cas, des règles distinctes, qui ne coïncident pas automatiquement d'un point de vue financier, établissent les droits et les cotisations. L'existence d'un garant est alors nécessaire pour assurer la couverture des déficits ou l'absorption des surplus des plans PG. L'entité qui garantit les risques non diversifiables, comme le risque d'investissement ou le risque démographique, peut être une compagnie d'assurance, un employeur, ou les générations futures de contribuables. Lorsque le garant d'un plan PG fait faillite ou n'honore pas ses engagements (comme dans certains systèmes PG où les garants sont les employeurs), le plan cesse d'être PG, son statut devenant celui d'une CF (Davis, 1995, p. 230-4). La définition fondée sur le risque inhérent aux PG est donc nécessaire.

A l'inverse, les contrats CF lient droits et cotisations, de telle sorte que l'équilibre financier est toujours réalisé *ex post*. Ils n'impliquent pas nécessairement un garant. Le risque non diversifiable est réparti entre les membres individuels, qui en supportent directement leur part³. On dit parfois que les nouveaux plans de retraite latino-américains sont CF, ce qui n'est vrai que pour la phase d'accumulation : il serait plus précis de dire que de tels plans sont un composite, dont la phase d'accumulation est CF et les annuités sont PG. Une annuité est un accord contractuel PG, où la retraite est garantie par une compagnie d'assurance-vie (plus précisément, par le capital de l'actionnaire de la compagnie d'assurance-vie).

Il est possible d'acheter des garanties sur les marchés financiers, qui couvrent le risque d'investissement et remplacent partiellement le garant des retraites. Lorsqu'un plan CF investit dans des titres à revenus fixes, il acquiert une garantie, fournie par l'émetteur, qui peut être très fiable. De manière similaire, lorsque les actifs qui assoient les retraites PG par capitalisation sont des titres à revenus fixes, le garant se libère de la plupart des inconvénients et des avantages de son rôle, qui sont implicitement transférés aux émetteurs de ces titres. Cette procédure permet aux compagnies d'assurance-vie et aux systèmes professionnels de fonctionner avec sécurité et avec un fort levier. Réciproquement, les pensions à prestations garanties par le gouvernement d'un pays faible peuvent être moins fiables que les retraites qu'offre un plan CF investi dans des titres de dette émis par le gouvernement d'une économie forte.

Les marchés privés offrent deux types de garanties. Celles-ci peuvent, d'une part, se présenter comme des contrats bilatéraux entre le garant et le bénéficiaire, qui peuvent même être échangés sur les marchés financiers. Ces contrats de garantie peuvent faire l'objet d'une supervision par les autorités, afin de protéger les parties les moins informées. D'autre part, les garanties peuvent être fournies par une institution dans laquelle un « conseil d'administration », qui devrait agir de manière bénévole, se voit confier la tâche de répartir les risques de manière équitable au cours du temps entre les différentes classes de bénéficiaires du groupe et son garant. Les administrateurs sont une partie tierce au contrat, qui agit de manière discrétionnaire. Ces contrats trilatéraux génèrent des garanties que l'on peut qualifier de « discrétionnaires ». Dans un contexte de marchés incomplets, l'utilisation bénévole du pouvoir de discrétion peut réduire le risque

3. On pense parfois à tort que les plans à cotisations fixes sont caractérisés par des taux de cotisations fixes au cours du temps ; en effet, on peut également obtenir l'équilibre financier avec des taux de cotisations variables dans le temps, et même aléatoires.

total en redistribuant les résultats *ex post*. Si toutes les parties prennent part au contrat volontairement, comme dans les systèmes de retraite professionnels britanniques, il s'agit d'une institution de marché. Ces institutions de marché devraient également faire l'objet d'une supervision des autorités, afin de protéger les parties les moins informées.

L'assurance-vie « participante », dans laquelle un conseil d'administration détermine la politique de distribution de dividendes, constitue un exemple de partage du risque par la discrétion. Les systèmes de retraite professionnels, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, en fournissent une autre illustration. Mais l'exemple le plus répandu est celui des systèmes de retraite, généralement obligatoires, gérés par l'Etat et financés par répartition, où les droits sont définis par la loi.

La comparaison entre contrat et discrétion, en matière de partage du risque, fait apparaître le problème d'aléa de moralité auquel cette dernière est exposée. On entend par là que les administrateurs peuvent ne pas agir bénévolement, mais plutôt rechercher leur intérêt propre, et les intérêts de ceux qui, en vertu d'autres contrats, sont leurs véritables principaux (Valdés-Prieto, 1997b). En cas d'abus, leur garantie peut n'être guère valable. Et si les actions discrétionnaires provoquent une augmentation du risque global, les bénéficiaires souhaiteront payer pour se défaire d'une « garantie » dont la valeur est négative. En d'autres termes, une décision discrétionnaire modifiant les pensions ou l'âge de la retraite peut diminuer le bien-être des membres, si ceux-ci perçoivent que celle-ci est imprévisible et non bénévole.

Dans le cas de l'assurance-vie participante, la Commission Armstrong (1905) avait dénoncé les critères utilisés par les conseils d'administration des compagnies d'assurance-vie pour allouer les ressources disponibles entre versement de dividendes et autres usages, comme les rémunérations des directeurs. Ces inquiétudes ont conduit l'Etat de New York à édicter des réglementations imposant aux dividendes distribués de représenter au minimum 95 % du revenu net d'investissement (Black & Skipper, 1994).

Dans le cas des plans de retraite professionnels à prestations garanties, les administrateurs ont l'obligation légale d'exercer leur pouvoir de manière bénévole. Cependant, la plupart de ces conseils sont désignés par le garant qui soutient le fonds (l'employeur), et en sont généralement les employés. La présence de ce contrat d'embauche, qui fait de l'administrateur l'agent d'une des parties (le garant), accroît le risque d'aléa de moralité. En outre, les systèmes de retraites sont habituellement institués par le garant (l'employeur) sans négociation explicite avec les bénéficiaires. Il en résulte que le contrat originel tend à lui accorder un pouvoir excessif. Ainsi, il n'est pas rare de voir les conseils d'administration bénéficier du droit légal de réduire les droits à retraites déjà accumulés (rapport Goode, 1993)⁴. C'était également le cas aux Etats-Unis pour les retraites « privées ». Lors de la faillite du constructeur automobile Studebaker en 1964, les juges de banqueroute

4. Comme le signale le rapport Goode qui a réclamé une réforme décisive dans ce domaine, cette situation résultait du fait que les retraites sont considérées comme une promesse de donation ou un transfert de l'employeur, donc sujet à modification unilatérale. L'aléa de moralité se produit lorsque le travailleur, en anticipation des versements promis, accepte une réduction des salaires immédiats. Si cette réduction se produit, alors la promesse de pension est un droit acquis, et ne doit pas être soumise à une réduction unilatérale. Bien sûr, ceci signifie que la garantie des risques non diversifiables offerte par l'employeur cesse d'être discrétionnaire et devient contractuelle, c'est-à-dire plus coûteuse.

ont confirmé que les salariés n'avaient aucun droit à pension, même lorsqu'ils avaient contribué pendant des dizaines d'années. L'aléa de moralité reste possible aux Etats-Unis, même après l'adoption de la loi ERISA en 1974 : selon cette loi, la garantie d'un employeur à un plan de retraite est limitée à 30 % de sa propre richesse nette. Certains observent que les règles ERISA sont en outre trop vagues pour empêcher une sous-capitalisation délibérée (Smallhout, 1996, p. 10-11).

Les systèmes de retraite par répartition d'origine légale, qui sont souvent obligatoires, gérés par l'Etat et financés par répartition, constituent l'exemple le plus important de garanties discrétionnaires. Les droits de retraites n'ont pas, dans ces systèmes, le statut de droits de propriété acquis aux participants, car ils peuvent être – et sont – en permanence modifiés par les lois successives. En 1995, la réforme Dini a ainsi réduit de manière significative les pensions des travailleurs indépendants en Italie (Haman, 1997). Si les droits de retraite de ces travailleurs avaient eu la nature de droits de propriété acquis, cette réduction aurait été inconstitutionnelle. Les législations élevant l'âge de la retraite constituent un autre exemple (Banque mondiale, 1994).

On attend bien sûr du législateur qu'il exerce son pouvoir de manière bénévole, mais la concurrence politique impose des contraintes qui autorisent l'aléa de moralité. Dans certains cas, où le législateur a fait basculer la composition de l'actif d'un financement par capitalisation à un financement par répartition, l'utilisation non bénévole de la discrétion peut avoir constitué sa motivation profonde. Dans le second système, l'actif qui garantit les droits de retraite est égal à la valeur actuelle de la composante purement fiscale de la cotisation qui sera prélevée sur les futurs travailleurs. Ce basculement améliore donc la trésorerie actuelle du gouvernement : il peut transférer de la richesse aux générations actuelles de contribuables et d'électeurs, qui sont les véritables principaux des administrateurs-législateurs, ce qui améliore les perspectives de réélection des hommes politiques. Ainsi, les administrateurs-législateurs européens, qui connaissent les conséquences financières du vieillissement démographique depuis au moins trente ans, n'ont réagi par l'introduction de la capitalisation qu'au début des années quatre-vingt aux Pays Bas, en 1985 en Suisse et en 1988 au Royaume-Uni, de nombreux autres administrateurs-législateurs choisissant l'inaction pour satisfaire leurs principaux actuels.

Dans une situation de marchés de garanties incomplets, l'utilisation bénévole de la discrétion peut réduire le risque total par la redistribution *ex post* des revenus, ce qui améliore le bien-être social, par comparaison à un système reposant uniquement sur des garanties contractuelles. Mais les actions des administrateurs-législateurs peuvent également augmenter le risque, transformant la garantie en pari. Il existe ainsi un « risque politique » lorsque les règles du système de retraite sont altérées de telle manière qu'elles accroissent le risque perçu par les travailleurs et retraités (Diamond, 1997).

Le large éventail des comportements que les garanties discrétionnaires autorisent peut inciter à mettre en cause la pratique qui consiste à appeler ces droits des « prestations garanties ». On peut toutefois conserver ce terme si l'on admet que la qualité des garanties discrétionnaires varie de manière significative. Elle peut différer selon les pays du fait de facteurs légaux et culturels. Elle est ainsi

plus faible lorsque les administrateurs sont perçus comme non professionnels ou victimes d'aléa de moralité. Dans certains cas, la qualité peut être si faible que le terme de « prestations garanties » est gravement trompeur.

Les problèmes soulevés par les garanties discrétionnaires doivent-ils amener à préférer les garanties contractuelles ? Compte tenu du volume important des droits de retraite par rapport à la taille d'une économie, obliger tous les travailleurs à acquérir des garanties contre le risque d'investissement pesant sur leurs retraites (comme dans les systèmes privés PG) risque d'élever le prix des garanties contractuelles au-delà de ce qu'ils seraient disposés à payer. Dans ces conditions, les grands systèmes de retraite obligatoires ne peuvent choisir, en pratique, qu'entre des cotisations fixes (sans garantie) et des garanties discrétionnaires.

A la critique dénonçant le caractère CF de leurs nouveaux systèmes de pension, les latino-américains répondent que les risques d'investissement doivent, soit être supportés par les travailleurs, soit être transférés à d'autres agents. Si les risques sont transférés par des garanties contractuelles, dans lesquelles le garant est tenu par la réglementation d'honorer ses promesses, il est probable que le prix de marché de la garantie sera trop élevé. Si le risque est transféré à des agents qui ne peuvent modifier le prix du marché, par exemple aux contribuables futurs, l'expérience montre que le risque politique s'élève, et qu'en pratique les électeurs ou les hommes politiques dominants introduisent des changements dans la législation qui équivalent à un défaut sur la garantie initiale. Il est par conséquent préférable de ne pas imposer aux travailleurs d'acquérir des garanties d'investissement, mais plutôt de les autoriser à le faire en acquérant une annuité pour la partie de leur vie où ils seront en retraite.

L'approche CF est également considérée comme plus efficace, dans la mesure où les travailleurs, conscients d'être exposés à un risque d'investissement, peuvent réagir à de mauvais résultats en modifiant leur offre de travail (en retardant une retraite partielle, en travaillant davantage), et en modifiant leurs comportements de consommation, c'est-à-dire en procédant à de l'épargne volontaire. De tels ajustements individuels peuvent contribuer de manière substantielle à la stabilité globale du système. L'approche CF peut également être combinée à un basculement graduel vers un régime PG contractuel au cours du cycle de vie, en autorisant les travailleurs à acheter des annuités différées, ou immédiates, et à bénéficier des garanties contractuelles qu'elle contiennent, comme dans les nouveaux systèmes chilien, argentin et péruvien.

L'approche CF est également considérée plus équitable. Le prix d'une garantie contractuelle est proportionnel à la taille de la retraite couverte, de telle sorte qu'il est d'autant plus important, pour les pensions liées aux revenus, que les revenus sont élevés. De plus, dans la mesure où les détenteurs de revenus élevés tendent à avoir une espérance de vie supérieure, le prix de marché de leur garantie de longévité est supérieur par unité de retraite payée. Les pauvres pourraient ainsi gagner davantage à un marché d'annuités contractuelles qu'à un système mutualiste dans lequel le risque individuel n'est pas estimé correctement (Nelissen, 1987). En outre, il est bien plus probable que les contribuables sont davantage en mesure de financer une retraite de base ou une retraite minimale que de financer une garantie couvrant l'ensemble des pensions. Naturellement, le cas de ceux qui n'ont que de faibles revenus au cours de leur vie active ne peut être abordé dans

le cadre d'un pilier par capitalisation CF ; c'est pourquoi les systèmes de retraite latino-américains incluent également un « premier pilier » à vocation redistributive, décrit *infra*. Il importe ici de noter qu'une approche CF ne remet pas en cause la redistribution progressive offerte par le premier pilier.

Selon moi, cependant, il n'est pas justifié d'adopter une règle générale contre les garanties discrétionnaires, dès lors qu'il peut y avoir des différences appréciables dans les anticipations des individus quant au fonctionnement des garanties discrétionnaires ou bien en termes d'aversion au risque politique. Mais l'idée très répandue selon laquelle l'approche CF offre TOUJOURS moins de sécurité aux travailleurs que les retraites BC semble naïve et non avérée.

Si l'Etat garantit explicitement les pensions CF dans le cas de mauvais rendements de l'investissement, la nature des droits à pension change, passant de CF à PG. Ces garanties ne sont pas contractuelles car elles peuvent être modifiées par la loi. Elles sont donc discrétionnaires, et assurées par les contribuables futurs. Deux des nouveaux systèmes de retraite en Amérique latine sont effectivement PG, du fait de l'existence de telles garanties. Au Mexique, les travailleurs qui basculent vers les nouveaux fonds AFORE ont obtenu le droit de retourner à l'ancien système (IMSS) si les retraites qui résultent du premier sont plus faibles que celles qu'ils auraient obtenues dans le système IMSS. Par conséquent, si la pension AFORE est inférieure, au moment de la retraite, à ce qu'elle aurait été dans le système IMSS, les contribuables doivent couvrir la différence. En Colombie, les travailleurs sont libres de faire l'aller-retour entre les nouveaux fonds de pension et l'ancien système, à condition qu'ils soient restés au moins trois ans dans celui-ci. Ceci est possible car chaque système fournit une valeur de transfert à ceux qui le quittent. Ceux qui abandonnent les fonds bénéficient d'une valeur de transfert égale au solde de tout compte, qui est versée à la caisse de répartition. Pour ceux qui la quittent, la valeur transférée est un « titre de reconnaissance » qui s'ajoute à leur compte capitalisé au moment du calcul des droits. Bien que l'on ne puisse connaître avec certitude les modifications que les législations futures apporteront à ces garanties, ces deux systèmes imposent potentiellement d'énormes coûts aux futurs contribuables.

Dans certains pays réformateurs ⁵, existe une « garantie de taux de rendement relatif », système entièrement différent, cherchant à renforcer les incitations des gestionnaires de fonds. On sait que la structure des portefeuilles des gestionnaires de fonds n'est pas très différente de celle du portefeuille moyen du groupe auquel ils sont comparés, ce qui réduit le risque pour le gestionnaire individuel. Certains de ces pays imposent cependant aux compagnies de gestion des fonds de financer un fonds de garantie, représentant 1 à 5 % du fonds géré, à partir duquel sont indemnisés les membres des fonds dont le taux de rendement est inférieur aux rendements moyens de tous les fonds, moins une marge autorisée. Le fonds de garantie ne peut être retenu par d'autres créanciers, et il doit être investi de manière à ce que sa sécurité soit assurée. C'est au Chili que cette marge autorisée, comprise entre 200 points de base par an et la moitié du rendement réel observé

5. Le Mexique, le Pérou et la Bolivie n'imposent pas un taux de rendement relatif minimum aux gestionnaires des fonds.

au cours des 12 mois précédents, est la plus importante. Si le fonds de garantie est épuisé, le gouvernement s'engage à couvrir la différence. Mais cette garantie n'a jamais été réclamée au Chili au cours des 16 dernières années, car les gestionnaires de fonds choisissent une structure de portefeuille dont les performances s'approchent des rendements moyens, à la fois pour des raisons commerciales et en raison de l'existence du fonds de garantie. Le coût financier de cette garantie est donc presque nul pour le gouvernement.

Les retraites par capitalisation et la diversification du risque

Les nouvelles retraites latino-américaines sont entièrement capitalisées. Cependant, on a soutenu que, pour des raisons économiques, la cohabitation d'éléments capitalisés et non capitalisés serait souhaitable pour diversifier le risque (Commission européenne, 1997), car les systèmes capitalisés sont exposés à un risque boursier, alors que le financement par répartition est exposé à un risque de marché du travail, incluant des chocs de fertilité et de couverture (comme en Europe orientale). Il serait ainsi préférable de diversifier les risques en utilisant une combinaison de ces deux types de financement ⁶.

Le système suisse de retraite possède ainsi deux piliers obligatoires liés aux revenus, l'un capitalisé et l'autre non. La réforme des retraites proposée en Pologne adopte la même approche. Plus généralement, la proposition d'instaurer, dans l'ensemble de l'Europe, un système à trois piliers, repose sur le fait que le second pilier (lié à l'emploi) et le troisième pilier seraient capitalisés, le premier restant financé par une méthode de répartition, ce qui assurerait une meilleure diversification des risques.

Mais une diversification portant sur des actifs dominés n'est pas une bonne solution : un actif risqué A domine un actif risqué B (domination stochastique de second ordre), si tout individu qui a une aversion pour le risque préfère A à B. Tous les investisseurs averse au risque investiraient 0 % (ou moins si c'est possible) dans l'actif dominé B, même si son rendement est négativement corrélé à celui de l'actif A. Le financement par répartition mérite de ce point de vue une analyse.

Le financement de la répartition implique que le portefeuille qui assoit les promesses de pension est intégralement un droit d'imposition sur les contribuables futurs. Mais il est toujours possible pour un gouvernement d'émettre des titres publics spéciaux dont le rendement est indexé sur le taux de croissance du salaire couvert, ou du revenu de cotisation, répliquant exactement ces rendements. Ceci implique que pour diversifier les risques, chaque institution de retraite devrait allouer une part de son portefeuille à la détention de ces titres. Ceci ne justifie cependant pas que la loi établisse la proportion des actifs de retraite qui doivent

6. Cet argument a été formalisé par Pujol (1996).

être investis dans de tels titres, comme cela se produit dans les systèmes où une part définie de chaque cotisation est allouée à un système capitalisé, le reste revenant au système non capitalisé. Cette proportion peut être bien plus faible que celle que la loi fixe implicitement dans les systèmes de retraite tel que le système polonais, où 45 % de chaque cotisation est alloué au système par capitalisation, et le reste (55 %) à un système non capitalisé.

Il est probable que ces titres spéciaux seraient fortement actualisés par le marché financier, et ne seraient pas jugés dignes d'investissement. Les législations futures peuvent en effet modifier à tout moment les taux de cotisation, la définition des revenus fiscalisés et les possibilités d'évasion, ce qui réduit le taux de croissance du salaire couvert et du revenu de cotisation, ce qui, à son tour, réduit le rendement du titre spécial. Il existe un aléa de moralité, car le débiteur (le gouvernement) peut modifier le taux de rendement de son titre *ex post* en modifiant la législation.

On peut cependant justifier l'argument de diversification du risque par le fait que les législatures élues se comporteraient comme des administrateurs bénévoles et ne réduiraient pas le taux de rendement de ces titres spéciaux, à moins qu'il existe une amélioration au sens de Pareto justifiée par quelque incomplétude des marchés financiers. Cependant, les administrateurs peuvent être sujets à des conflits d'intérêt, comme lorsqu'ils sont forcés par la pression d'échéances électorales à donner la priorité aux électeurs actuels. Dans ce cadre, la discrétion d'un législateur élu peut être utilisée pour créer ou même augmenter le risque, transformant le financement par répartition en pari pour le membre moyen.

Dans les pays modernes, c'est la dette publique standard qui domine, car les constitutions reconnaissent aux détenteurs de cette dette des « droits de propriété », c'est-à-dire le droit de demander à une autre partie de l'Etat, le pouvoir judiciaire, d'imposer au pouvoir exécutif d'honorer ses engagements. Il est vrai que le gouvernement peut modifier les taux de fiscalité et réduire le rendement après impôt des détenteurs de dette publique standard, mais ce pouvoir est limité par les clauses de non discrimination qui existent dans la plupart des constitutions.

Pour résumer, l'argument de diversification du risque ne tient pas compte du fait que les rendements des retraites financées par répartition sont soumis à des problèmes de discrétion et d'aléa de moralité, ce qui les relègue au rang d'actifs de faible qualité, inférieurs à une dette publique protégée par des droits de propriété. En outre, si le gouvernement veut fournir de nouvelles formes de dette publique, offrant des rendements socialement désirés, et qui bénéficient de la protection des droits de propriété, alors l'approche en termes de capitalisation totale est au moins aussi valable que l'approche en termes de répartition. Le financement par répartition présente enfin l'inconvénient de fixer la part du portefeuille d'actif investi dans certains engagements publics à des niveaux excessifs et rigides, ce qui réduit les opportunités de diversification des risques démographique et d'investissement par le biais de l'investissement international.

L'impact sur la trésorerie du gouvernement d'une transition des méthodes actuelles de financement vers une capitalisation totale, associé à l'effondrement des transferts familiaux traditionnels, constitue la véritable objection aux retraites entièrement capitalisées. Au début du xx^e siècle, les systèmes de retraite publics

financés par répartition se sont substitués à des systèmes financièrement équivalents de solidarité familiale, dans lesquels les familles ou les villages soutenaient les rares personnes âgées. Mais au cours des dernières décennies, la notion de vieillesse a été redéfinie : elle n'est plus l'âge auquel on devient incapable de travailler, mais l'âge auquel on ne souhaite plus travailler. Il en a résulté une forte croissance de la dette de retraite implicite dans le financement par répartition. Un basculement vers la capitalisation totale imposerait des sacrifices à la génération qui assurerait la transition, puisqu'il faudrait réduire cette dette implicite. Ce processus est actuellement en cours au Royaume-Uni, ce qui montre que le coût en est supportable et qu'un pays européen au moins considère que le jeu en vaut la chandelle.

Le risque d'inflation

Une autre catégorie de risques auxquels est soumis le troisième pilier est l'inflation. En effet, lorsque les annuités contractées avec des compagnies d'assurance-vie sont établies en termes nominaux, une surprise inflationniste réduit la valeur réelle des pensions. De manière plus générale, dans la mesure où une part des investissements est détenue en titres nominaux et en titres de dette, la valeur réelle des actifs accumulés est exposée au risque d'inflation. On peut estimer l'ampleur de ce risque à l'aide d'une illustration numérique. Si l'inflation s'élève de 2 % à 10 % par an, comme cela fut le cas aux États-Unis entre les années soixante et la fin des années soixante-dix, la valeur réelle de la pension nominale due aura diminué de 68 % au bout de 15 ans. De nombreuses compagnies d'assurance et fonds de pension proposent ainsi des annuités nominales qui reportent le risque d'inflation sur les retraités, et qui, comme on l'a déjà vu *supra*, sont donc à « cotisation fixe » pour ce qui concerne le risque inflationniste. Dans les pays qui ne disposent pas d'une dette à long terme indexée sur l'indice des prix à la consommation ^{7,8}, le risque l'inflation ne peut être diversifié sur les marchés financiers.

À l'inverse, les retraites conventionnelles par répartition, comme celles du « premier pilier » européen, peuvent être indexées sur l'indice des prix à la consommation, et donc résister à l'inflation. Comment un gouvernement peut-il parvenir à un tel résultat ? La fiscalité permet de diversifier le risque d'inflation, si son assiette est appropriée. Un gouvernement peut s'engager à verser des transferts indexés sur l'inflation s'il lève par ailleurs suffisamment de revenus sur les

7. L'acquisition de dette à court terme permet d'obtenir une certaine diversification, car les taux d'intérêt nominaux à court terme répondent en partie à l'inflation. Cette stratégie accroît cependant le risque de réinvestissement.

8. Les annuités nominales progressives (*escalating*), où le facteur de progression annuelle est égal à l'inflation anticipée, ne constituent pas une solution complète. De tels contrats proposent une annuité réelle constante en moyenne, dont le pouvoir d'achat reste cependant risqué. Si l'inflation anticipée et le facteur de progression sont tous deux égaux à 2 % par an, mais si l'inflation effective s'établit à 4 % par an, alors la pension réelle payée 15 ans après son émission sera de 25 % inférieure aux anticipations. Les annuités variables, dans lesquelles la pension prend part au rendement du portefeuille d'actifs si celui-ci est plus élevé qu'il n'était anticipé, ne sont pas équivalentes à une annuité indexée sur l'indice des prix à la consommation, car elles exposent le travailleur au risque d'investissement. Le nouveau système par capitalisation argentin offre aux travailleurs des annuités variables auxquelles s'ajoute un facteur de progression garanti, généralement établi à 4 %.

agrégats qui augmentent avec l'indice des prix à la consommation. Ainsi les systèmes de retraite financés par répartition collectent des impôts sur le salaire du secteur formel, agrégat étroitement relié à la dépense des consommateurs. Cette relation étroite explique l'aptitude de ces systèmes non capitalisés à verser des retraites indexées sur l'inflation.

Cependant, contrairement à ce que soutenait Barr (1993, p. 214), cette caractéristique ne confère pas un avantage fondamental au financement par répartition sur le financement par capitalisation des retraites. Depuis 1982, le gouvernement britannique émet en effet des titres de long terme indexés sur l'inflation. Il existe donc au Royaume-Uni des annuités indexées sur l'indice des prix à la consommation, et, pour les cotisations débutant en avril 1997, les annuités acquises dans le cadre de plans de retraite personnels doivent obligatoirement inclure une indexation sur l'indice des prix à la consommation, avec un plafond qui ne peut être inférieur à 5 % par an⁹. Le gouvernement américain ayant commencé à émettre des titres indexés sur l'indice des prix à la consommation (IPC) au début de 1997, le fonds TIAA-CREF a également commencé à offrir des annuités indexées aux Etats-Unis. Le Canada offre également une dette publique indexée sur l'indice des prix à la consommation.

Au Chili, les titres et la dette indexés sur l'IPC ne sont pas émis seulement par la Banque centrale et le Trésor, mais également par les ménages (taux hypothécaires de maturité allant jusqu'à 25 ans), par les entreprises (titres commerciaux et emprunts bancaires) et par les banques commerciales privées (titres bancaires, aussi bien subordonnés que standard). On peut ainsi estimer que la part du portefeuille des fonds de pension chiliens exposée à l'inflation est inférieure à 10 % (Diamond & Valdés-Prieto, 1994, tableau 6-13).

Les experts en sécurité sociale savent également qu'au Chili, où 22 compagnies d'assurance-vie couvrent actuellement leurs engagements en achetant la dette de long terme indexée, il existe un marché actif d'annuités indexées sur l'IPC. La concurrence sur ce marché a contenu les *spreads* – écarts entre le taux de rendement interne payé sur les annuités et le rendement de la dette publique indexée sur l'IPC de même maturité – en dessous de 1,5 % par an depuis 1992¹⁰. Il n'existe pas non plus de problème de sélection adverse au Chili, puisque près de 50 % des retraités choisissent un système d'annuités plutôt qu'un retrait non annualisé.

Cela étant, dans les autres pays latino-américain où les systèmes de retraite ont été réformés, il n'y a pas pour le moment de marché national de titres indexés sur l'IPC. Les fonds de pension et les annuités émises dans ces pays sont donc exposés au risque d'inflation. En 1995, le Mexique a proposé une solution à ce problème, en introduisant une unité de compte indexée sur l'inflation similaire à celle qui existe au Chili, et en développant à présent un marché de dette à long terme indexé sur l'inflation. Si les traitements fiscaux et réglementaires des dépôts et emprunts bancaires sont égalisés, on pourrait voir apparaître à terme des titres privés indexés sur l'IPC dans ce pays.

9. Communication privée avec M. George Russell, *Government actuary office*.

10. Certains problèmes de mesure suggèrent que cette estimation du *spread* est excessive.

La Bolivie a adopté une autre approche : les retraites peuvent y être définies comme des annuités variables, qui transmettent le risque d'investissement aux retraités, mais les fonds de pension qui assoient ces annuités sont autorisés à investir en titres étrangers, y compris dans les titres indexés sur l'IPC disponibles aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, au Mexique et au Chili. Cette dernière solution est particulièrement intéressante, car elle montre que les systèmes par capitalisation peuvent s'appuyer sur l'infrastructure institutionnelle des marchés de dette indexés sur l'IPC développés dans d'autres pays. L'intérêt de cette approche pour les petits pays européens est évident.

On ne peut donc accuser tous les nouveaux systèmes latino-américains d'exposer les retraites au risque d'inflation. De fait, dans de nombreux pays, l'un des principaux arguments en faveur des nouveaux systèmes de retraite était qu'ils seraient mieux isolés de l'inflation que les retraites de l'ancien système, dans lesquels les délais d'ajustement sur l'IPC étaient régulièrement utilisés pour équilibrer le budget public.

La solidarité

Il est souvent avancé qu'un troisième pilier ne peut être « social » car il n'existe de solidarité ni entre les générations, ni en leur sein. Cet argument ignore le fait que les troisièmes piliers, y compris les nouveaux systèmes par capitalisation latino-américains, fonctionnent avec des programmes redistributifs en faveur des personnes âgées démunies, et, surtout, avec une politique fiscale qui opère une redistribution inter- et intra-générationnelle.

Dans le système de sécurité sociale australien, l'Etat finance une retraite universelle sous conditions de ressources à partir de ses revenus fiscaux, tandis qu'un pilier obligatoire, capitalisé et non redistributif peut remédier à la myopie et à l'absence de planification financière des individus face aux contingences de l'âge, de l'invalidité et de la mort, et ce jusqu'à des niveaux de revenu peu éloignés du salaire moyen. Ce système est semble-t-il très peu critiqué.

Le système chilien, dans lequel le revenu fiscal général finance deux programmes redistributifs en direction des personnes âgées démunies, la « retraite d'assistance » et la « retraite minimum », est assez similaire. La retraite d'assistance, créée en 1961, représentait en décembre 1996 9 % des salaires nets moyens enregistrés ; elle est versée aux personnes âgées de plus de 65 ans qui ne perçoivent aucune autre pension et acceptent une évaluation de leurs ressources. Cette évaluation repose sur un entretien (au domicile du candidat) mené par un travailleur social de la municipalité du bénéficiaire. En 1987, 10 % de la population de plus de 65 ans recevait cette retraite d'assistance. Une enquête a montré que 82 % des bénéficiaires n'avaient jamais contribué à un système de retraite, et que les 18 % restant ne présentaient pas les exigences minimales requises pour la pension minimum (Diamond & Valdés-Prieto, 1994).

L'allocation de retraite minimum est une allocation différentielle qui complète les pensions autofinancées, jusqu'à un seuil donné. Le montant de la retraite auto-

financée joue donc le rôle d'une évaluation des ressources. Elle est versée depuis 1952 aux membres des systèmes de retraite obligatoires (ancien et nouveau) qui ont contribué pendant au moins 20 ans et ont atteint l'âge de la retraite (60 ans pour les femmes, 65 pour les hommes). En décembre 1996, la retraite minimum représentait 24 % des revenus nets moyens déclarés. Le gouvernement finance cette allocation différentielle sur le budget général courant, de telle sorte que la dépense n'est pas précapitalisée, comme c'est le cas avec les retraites par répartition. Dans un scénario évaluant le nouveau système par capitalisation à maturité, le coût budgétaire de la retraite minimum était estimé entre 0,12 et 0,45 % du PIB, pour des taux de rendement réels moyens compris entre 5,0 et 3,5 % par an respectivement (Wagner, 1991).

Quant à la redistribution inter-générationnelle, elle peut être réalisée par une augmentation ou une diminution de la dette publique. Une société souhaitant opérer une redistribution en direction des personnes âgées actuelles peut leur accorder des allocations financées par des émissions continues de dette publique. L'utilisation de la politique d'endettement présente l'avantage, par rapport aux retraites par répartition, d'être transparente pour l'opinion publique. Il paraît peu probable que la dette sociale implicite liée aux retraites par redistribution dans certains pays d'Europe occidentale, aurait atteint les niveaux actuels si ceux-ci avaient été correctement présentés à l'opinion publique.

Par conséquent, la question essentielle relative à la solidarité ne tient pas à la présence d'un pilier de capitalisation non redistributif, mais à la taille et au fonctionnement des programmes de redistribution en direction des personnes âgées démunies. Dans ce domaine, les nouveaux systèmes de retraite latino-américains pourraient être un peu insuffisants en termes de redistribution, mais ceci varie selon les pays. Ainsi, le nouveau système par capitalisation introduit au Pérou en 1994 n'incluait pas de programme redistributif pour les personnes âgées démunies (un tel programme a été introduit ultérieurement en 1996). Cependant, cela a été considéré comme une amélioration par rapport à l'ancien système, dirigé par l'Etat, qui opérait une redistribution en direction de ceux qui étaient relativement mieux lotis, aux dépens des groupes les plus pauvres qui ne contribuaient que de manière intermittente au système. Autre exemple, la Colombie a introduit un programme de redistribution progressif en 1994, inscrit dans la réforme générale des retraites qui a institué le pilier par capitalisation non redistributif, de sorte que dans ce cas, la réforme a aussi amélioré la solidarité.

Surtout, les programmes de redistribution associés aux nouveaux systèmes de retraite latino-américains peuvent être améliorés de manière substantielle sur le plan technique. Les retraites minimales standard sont en retrait par rapport au système australien, où les revenus inférieurs à un certain plafond sont exemptés de cotisation, mais où le droit à une retraite minimale est acquis à toutes les personnes âgées à revenus faibles et moyens. Cette exemption de cotisation accorde aux pauvres un salaire net actuel plus élevé, ce qui allège leur pauvreté actuelle, mais ne réduit pas leurs droits aux allocations au moment de la retraite : ceci élève les impôts sur les contribuables futurs relativement aisés. Au contraire, dans les systèmes de retraite minimale personnelle (*stand-alone*) tels que le système chilien, les pauvres en activités sont tenus de contribuer au taux plein, ce qui réduit le coût futur de la pension minimale, mais bénéficie aux contribuables

futurs relativement riches. Les retraites minimales sont également inefficaces car elles imposent un taux marginal de fiscalité de 100 % aux cotisations des pauvres, ce qui stimule le marché du travail informel dans ce segment. En général, l'Europe peut beaucoup apprendre à l'Amérique latine en matière d'amélioration de ses programmes de redistribution en direction des personnes âgées démunies.

Conclusion

Cet article soutient que nombre des critiques adressées aux nouveaux systèmes de retraite latino-américains, capitalisés et gérés par le secteur privé, ne sont pas justifiées. Il montre également que ces systèmes de retraite peuvent être améliorés dans de nombreux domaines, y compris en ce qui concerne les programmes complémentaires destinés à améliorer la solidarité. Il reste d'autres questions, qui n'ont pas été abordées en détail ici, dont les coûts de commercialisation élevés associés au fait que les travailleurs individuels peuvent choisir entre des compagnies de gestion de fonds en concurrence. L'expérience australienne suggère que la participation des employeurs et des associations commerciales au processus de commercialisation peut réduire substantiellement ces coûts (Bateman, Piggott & Valdés-Prieto, 1995).

Dans ces domaines, les améliorations sont cependant parfaitement compatibles avec le fonctionnement permanent d'un troisième pilier par capitalisation, essentiellement fondé sur des cotisations fixes, géré de manière privée, concurrentiel et réglementé, qui serait le seul fournisseur de retraites obligatoires liées au revenu.

S. V.-P.

RÉFÉRENCES

- Banque mondiale (1994), « How Defined Are Defined Benefits? », tableau 4.1, in *Averting the Old Age Crisis*, Oxford University Press.
- Barr N. (1993), *The Economics of The Welfare State*, Standard University Press.
- Bateman H., J. Piggott & S. Valdés-Prieto (1995), « Australia y Chile: Previsión Privada con Normas Diferentes: Comparación de Regulaciones y de Comisiones de Administración », *Working Paper* n° 176, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, février.
- Black K. & H. Skipper (1994), *Life Insurance*, 12th edition, Prentice-Hall Inc. Englewood Cliffs, New Jersey.
- Commission européenne (1997), « Supplementary Pensions in the Single Market: A Green Paper », COM (97) 283, Bruxelles, 10.06.
- Davis E.P. (1995), *Pension Funds: Retirement, Income Security and Capital Market: An International Perspective*, Oxford et New York : Oxford University Press, Clarendon Press.
- Diamond P. (1997), « Insulation of Pensions From Political Risk », chapitre 2, dans S. Valdés-Prieto (ed.), *The Economics of Pensions*, Cambridge University Press.
- Diamond P. & S. Valdés-Prieto (1994), « Social Security Reforms », chapitre 6, dans B. Bosworth, R. Dornbusch & R. Labán (eds), *The Chilean Economy*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Goode (sous la direction de) (1993) *Pension Law Reform: Report of the Pension Law Review Committee*, Commission présidée par le Professeur Roy Goode, HMSO, Londres.
- Haman J. (1997), « The Reform of The Pension System In Italy », *IMF Working Paper* WP/97/18, European I Department, février, FMI : Washington D.C.
- Nelissen J. (1987), « The Redistributive Impact of the General Old Age Pensions Act on Lifetime Income in the Netherlands », *European Economic Review* 31 (7), p. 1419-41.
- Pujol T. (1996), *Some Considerations on Pay-as-You-Go vs. Fully-Funded Pension Schemes*, mimeo 10/15, Banque mondiale, Washington D.C.
- Smallhout J.H. (1996), *The Uncertain Retirement: Securing Pensions in a World of Risk*, Irwin Professional Publishing Chicago.
- Valdés-Prieto S. (ed.) (1997a), *The Economics of Pensions*, Cambridge University Press.
- Valdés-Prieto S. (1997b), *Financial Design of Pensions and the Mandate to Annuitize*, mimeo, Banque mondiale, Washington D.C., octobre.
- Tirole J. (1985), « Asset Bubbles and Overlapping Generations », *Econometrica* 53, n° 6, novembre, pp. 1499-1527.
- Wagner G. (1991), « La seguridad social y el programa de pensión mínima garantizada », *Estudios de Economía* 18 (juin) : 35-91, Universidad de Chile, Santiago.

