

Chapitre 2. Le financement au service du développement

Réforme des retraites, marchés financiers et gouvernement d'entreprise

Dans le monde en développement, l'Amérique latine fait figure de pionnière pour la réforme des systèmes de retraite. Le Chili a engagé ce processus en 1981, avec de profondes mesures de refonte. Il a été suivi par neuf autres pays de la région depuis les années 1990, ainsi que par un certain nombre de pays extérieurs, notamment au sein de la zone OCDE. Parmi les grandes économies d'Amérique latine, seul le Brésil n'a pas engagé de réforme similaire.

Ces réformes se caractérisent par le passage de régimes publics par répartition à une logique de pure capitalisation, qui repose sur des comptes individuels à cotisations définies, gérés par le secteur privé. Si certains pays ont introduit ce dispositif en remplacement de leur ancien système, d'autres l'ont mis en place sur une base non obligatoire.

Ces réformes ont plusieurs objectifs. Le plus important est d'assurer aux travailleurs une source fiable de revenus de retraite et de réduire la ponction que les dispositifs actuels exercent sur les finances publiques. Il s'agit aussi d'atteindre plusieurs autres objectifs, dont deux sont examinés dans le chapitre 2 : le relèvement de l'épargne locale, l'apport d'une source de financement stable et intérieure au profit du développement, et l'encouragement de l'expansion des marchés financiers locaux. L'importance de ces objectifs tient au fait que de nombreux pays d'Amérique latine souffrent d'un taux d'épargne faible et de fragilité financière. Ces deux facteurs ralentissent la croissance et accentuent la dépendance vis-à-vis des flux volatils de capitaux internationaux.

Les réformes visent également à s'appuyer sur la concurrence entre entreprises privées (notamment parmi les fonds de pension et les sociétés d'assurance, investisseurs institutionnels qui gèrent l'épargne retraite dans le cadre des nouveaux systèmes) pour accroître l'efficacité de l'économie réelle en orientant l'épargne vers des activités plus productives. L'accumulation d'un volume d'épargne important dans les fonds de pension attire l'attention sur le potentiel considérable dont disposent ces derniers pour inciter des entreprises extérieures, dans lesquelles ils peuvent investir, à améliorer nettement la qualité de leur gouvernance. Cette amélioration bénéficierait largement à toutes les parties prenantes, notamment aux cotisants actifs et aux retraités, ainsi qu'à la productivité à long terme dans l'ensemble de l'économie.

Les effets de la réforme des retraites

Les réformes obtiennent des résultats différents d'un pays à l'autre, en partie du fait qu'elles sont bien plus récentes dans certains que dans d'autres. Au Chili et, plus récemment au Pérou, elles ont été accompagnées d'un assainissement budgétaire et d'un accroissement de l'épargne nationale. Au Chili, elles ont aussi contribué à l'essor du secteur financier, en particulier par le renforcement du rôle de la bourse et par l'élargissement du marché obligataire. Couplées à d'autres réformes, elles ont en outre permis d'améliorer le gouvernement d'entreprise local.

Dans d'autres pays, la situation est moins encourageante. L'Argentine et la Bolivie ont été soumises à des tensions budgétaires qui ont affaibli leur système de fonds de pension. Dans bien des pays d'Amérique latine, l'épargne intérieure stagne, voire diminue. Les retombées sur les marchés financiers des réformes sont aussi moins importantes que prévu, en raison d'une réglementation qui limite les possibilités de placement des fonds de pension et qui amène les investisseurs à se tourner vers le marché de la dette souveraine. Autre déception : contrairement à ce que certains experts escomptaient, les fonds de pension tardent à devenir

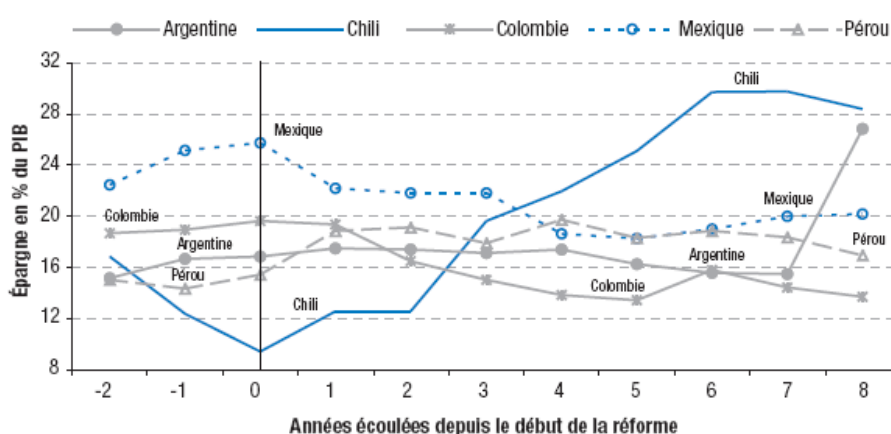
les moteurs d'une amélioration du gouvernement d'entreprise.

L'évaluation de l'incidence des réformes des retraites sur l'épargne intérieure est difficile en Amérique latine, car les réformes y ont souvent coïncidé avec plusieurs grands changements apportés à la politique économique qui ont pu, eux aussi, influencer largement sur l'épargne. Le Chili enregistre ainsi une forte progression de l'épargne depuis 1985, après le redressement de l'économie qui a suivi la crise financière de la première moitié des années 1980. Toutefois, cette hausse ne se serait peut-être pas matérialisée sans les importantes réformes menées par le Chili dans d'autres secteurs de son économie. La figure 2, qui illustre les taux d'épargne nationaux sur une période de dix ans (deux ans avant le début des réformes et huit ans après), révèle que le Pérou est le seul autre pays où une hausse, toutefois modeste, de l'épargne en proportion du PIB a été observée. En revanche, le taux d'épargne n'a quasiment pas varié en Argentine, et il a même diminué en Colombie et au Mexique.

À l'inverse, la réforme des retraites a eu un impact considérable sur les marchés financiers locaux. Grâce aux abondantes ressources financières qu'ils ont accumulées, les fonds de pension ont rapidement acquis une position dominante. Fin 2006, la valeur totale des actifs qu'ils géraient s'établissait à 390 milliards de dollars.

C'est au Chili et au Brésil – qui n'a pas suivi l'exemple du Chili pour ses réformes mais a créé des fonds de pension non obligatoires dans les années 1970 (on en dénombre aujourd'hui plus de 400) – que les fonds de pension privés sont les plus développés : ils gèrent quelque 65 pour cent de l'ensemble des actifs de retraite de la région. Dans ces deux pays, la taille de ce secteur s'explique surtout par son ancienneté relative pour la région et, dans le cas du Brésil, par la taille de l'économie elle-même. Par rapport à la taille de son économie, le Chili a le secteur des fonds de pension le plus vaste de toute l'Amérique latine avec, en décembre 2006, des actifs représentant plus de 60 pour cent de son PIB. C'est une proportion comparable à celle observée dans les pays de l'OCDE où les fonds de pension privés sont très développés. Au Brésil, ce secteur (le deuxième de la région et qui pèse aujourd'hui quelque 20 pour cent du PIB du pays) se développe plus lentement qu'au Chili, principalement parce que l'affiliation à ces fonds est facultative.

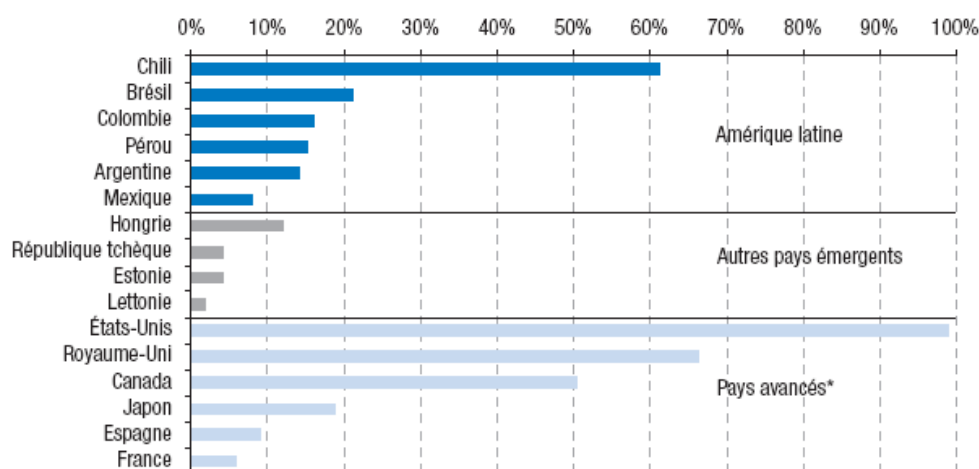
Figure 2. Évolution tendancielle du ratio épargne intérieure brute/PIB



Source : Centre de développement de l'OCDE (2007) d'après Banque mondiale (2006).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/123136154742>

Figure 3. Actifs des fonds de pension en pourcentage du PIB, 2006



Note : (*) 2005.

Source : Centre de développement de l'OCDE (2007) d'après les données du projet Global Pension Statistics de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/123228516151>

L'avenir

Dans toute l'Amérique latine, des décideurs politiques ont commencé à agir en faveur d'une meilleure réglementation de l'activité des fonds de pension, mais d'importantes marges de progression existent, tant au niveau de la réglementation que de la gouvernance dans ce secteur. La mise en place d'ordres de mission explicites, de codes de conduite et de mécanismes de responsabilisation accrue des gestionnaires des fonds de pension devrait ainsi contribuer à harmoniser les intérêts des membres (cotisants actifs et retraités), des promoteurs (employeurs) et des administrateurs (gestionnaires privés), et assurer une meilleure protection des intérêts des affiliés.

À mesure que les pays assouplissent leurs restrictions relatives aux placements que les gestionnaires des fonds de pension peuvent réaliser, l'autoréglementation, couplée à une gouvernance efficace, gagnera encore en importance. Ce sera particulièrement vrai dans les nombreux pays où le secteur des fonds de pension est devenu le plus important investisseur institutionnel et domine le marché local. Un regard plus attentif porté sur la gouvernance et sur l'autoréglementation des fonds de pension devrait également entraîner une reorientation bénéfique de leurs stratégies vers des rendements plus élevés, grâce à des investissements moins liquides mais potentiellement rentables et socialement nécessaires, par exemple dans l'immobilier, les infrastructures et les technologies innovantes.

La forte concentration du marché (qui est probablement inévitable) dans les systèmes de retraite capitalisée strictement réglementés et obligatoires souligne la nécessité de veiller à la qualité de la gouvernance des fonds de pension. Tout aussi importante est l'influence positive potentielle que les administrateurs de ces structures peuvent exercer, de manière globale, sur les entreprises dans lesquelles ils investissent.

Cette double amélioration de la gouvernance, à la fois des fonds de pension et des entreprises sur lesquelles ils misent, devrait permettre une utilisation plus productive du capital réel et des ressources humaines. Les pays de la région verraient alors augmenter le niveau de leur épargne nationale et se réduire leur fragilité financière, ainsi que leur dépendance vis-à-vis des marchés internationaux volatils.

Recommandations pour l'action publique

Pour atteindre ces objectifs, les pouvoirs publics gagneraient à tirer les leçons de ce qui a été réalisé dans les pays voisins. Avec le soutien actif de l'OCDE, ils devraient partager leurs expériences et les enseignements retirés dans le cadre des Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE et des Principes directeurs de l'OCDE sur le gouvernement des fonds de pension. Cinq priorités politiques peuvent être dégagées.

Premièrement, étant donné que la croissance des actifs des fonds de pension est appelée à se poursuivre en Amérique latine, la priorité doit être donnée au renforcement des infrastructures et du cadre réglementaire du secteur financier au niveau local.

Deuxièmement, il convient de réviser les dispositions de la réglementation qui constituent un frein à une saine diversification des avoirs de retraite, de manière à mieux favoriser cette diversification tout en maintenant des règles prudentielles strictes. L'augmentation de la part de leur portefeuille d'investissement que les fonds de pension sont autorisés à placer en actions et/ou en titres étrangers, dans les pays où ces plafonds sont proches de zéro, contribuerait non seulement à une meilleure gestion du risque grâce à une meilleure diversification du portefeuille des fonds de pension, mais permettrait également d'atténuer les effets secondaires indésirables de leurs schémas d'investissement actuels sur le prix des actifs nationaux. En ce qui concerne les placements en actions, pour que les fonds de pension deviennent des actionnaires actifs et à même d'influer sur la qualité de la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent, les pays qui limitent les placements en actions aux fonds indiciels doivent envisager d'autoriser les fonds de pension à acheter et vendre les parts de sociétés. Cet assouplissement devra s'accompagner d'incitations, pour les gestionnaires d'actifs, à faire preuve de vigilance grâce aux nouveaux instruments dans le contrôle des investissements réalisés et à être tenus comptables de leurs résultats.

Troisièmement, les pouvoirs publics doivent réfléchir au bénéfice à tirer de l'autorisation faite aux gestionnaires d'actifs de proposer à leurs membres plusieurs fonds, avec des rapports risque/rendements différents, ce qui n'est possible actuellement qu'au Chili, au Mexique et au Pérou. La diversification des fonds permettra non seulement aux membres de disposer d'une gamme élargie de possibilités d'investissement, mais constituera de plus une incitation pour ces derniers à s'informer des résultats respectifs de chaque fonds ; enfin, elle entraînera une meilleure affectation des ressources.

Quatrièmement, les commissions et frais administratifs élevés que les fonds de pension facturent à leurs membres dans certains pays d'Amérique latine requièrent l'attention des autorités. Deux grandes options se présentent : a) accentuer les pressions concurrentielles exercées sur les fonds de pension en libéralisant le marché et en permettant aux banques et aux compagnies d'assurance, et peut-être à d'autres organisations financières, d'entrer en concurrence directe avec les fonds de pension pour attirer les cotisants ; et b) réduire les frais administratifs grâce à des économies d'échelle en centralisant, au niveau national, la collecte des cotisations, la comptabilité et les rapports adressés aux membres, et en dissuadant ces derniers de recourir à des arbitrages coûteux et inefficaces entre administrateurs. La première option s'appuie sur un marché concurrentiel. Elle requiert une évaluation prudente, afin d'éviter d'exposer les avoirs de retraite au risque excessif que pourraient entraîner des stratégies d'investissement et de gestion peut-être plus hasardeuses de la part d'organisations non spécialisées dans la finance.

Cinquièmement, il faut revoir la législation et la réglementation qui encadrent les fonds de pension privés, de manière à renforcer le rôle et la responsabilité des investisseurs institutionnels, en leur qualité d'administrateurs du capital des futurs retraités. Une transparence accrue et des règles plus efficaces de communication entre les dirigeants des fonds et les membres sont nécessaires pour rendre plus cohérente

l'action des organes directeurs des fonds de pension et servir au mieux les intérêts des membres. Une meilleure gouvernance des fonds de pension peut, à son tour, largement accentuer l'impact positif de l'investissement des fonds de pension dans des sociétés opérant dans tous les secteurs de l'économie locale et à l'international, tout en réduisant les risques afférents. En incitant fortement les entreprises à améliorer leur gouvernance, les fonds de pension qui ont de bonnes pratiques sont donc susceptibles de contribuer efficacement à des gains de productivité réels dans l'ensemble du pays et sur le long terme. Les travailleurs, les retraités et les employeurs devraient en retirer des bienfaits considérables.