

FINANCEMENT DES RETRAITES

LA NOUVELLE VAGUE



Gary Conway

Vice President of Institutional sales

State Street Global Advisors



Tom Kennelly

Vice President and Portfolio Manager Global Fixed Income

State Street Global Advisors



Carl Bang

Président-directeur général

State Street Global Advisors France

La nécessité d'épargner davantage pour financer les retraites provoque des changements structurels comme la mutation des régimes à prestations définies vers ceux à cotisations définies, ainsi que la recherche de stratégies d'investissement alternatives, telle que la gestion actif-passif.

Le vieillissement de la population mondiale a entraîné une mobilisation sans précédent des pouvoirs publics, comme des entreprises, pour affronter un des défis majeurs des années à venir : les retraites. L'ensemble des engagements de retraites prévu est estimé à 163 000 milliards de dollars, soit plus de 6 fois le montant cumulé de l'épargne retraite mondiale actuelle, 24 000 milliards de dollars [1].

[1] Voir le document Vision publié par State Street, "The Pensions Industry: Bridging the Gap" p.V. Estimation sur la base des calculs effectués par Erkki Liikanen, gouverneur de la Banque de Finlande, rendue publique lors d'un discours donné à l'International Conference of Social Security Actuaries and Statisticians à Helsinki, le 22 mai 2007.

La cristallisation d'une angoisse généralisée, liée au fait que les baby-boomers et les générations futures n'épargneraient pas suffisamment pour leur retraite, a suscité des réactions de l'ensemble des intervenants : des aménagements réglementaires, des innovations en termes de produits d'investissement ainsi qu'une panoplie de dispositifs visant à transférer une part croissante de la responsabilité du financement de la retraite aux individus (voir le panorama).

Ces changements structurels, qui s'opèrent dans le monde entier, stimulent la création de stratégies d'allocation d'actifs novatrices. Ces produits financiers de dernière génération conjugués au rehaussement continu des plafonds de cotisations aux plans d'épargne retraite entretiennent l'espoir que le secteur des retraites sera à terme en mesure de combler le déficit de financement des prestations.

LA MUTATION VERS LES RÉGIMES À COTISATIONS DÉFINIES (DC)

Les régimes à cotisations définies (DC pour *defined contribution*) s'imposent désormais comme la nouvelle norme en matière d'épargne retraite au plan mondial, le montant des actifs sous gestion de ces régimes revenant rapidement à hauteur de

ceux des régimes à prestations définies (DB pour *defined benefit*). Ainsi, les régimes à cotisations définies, qui constituaient 34 % du total mondial il y a 10 ans, en représentaient 42 % à la fin de 2006.

Cette nouvelle approche a présidé à l'émergence des stratégies de gestion actif-passif, changeant à jamais la façon dont les prestataires de régimes de retraite appréhendent le rendement sur investissement, la maîtrise du risque ainsi que la mesure de performance. Parmi ces stratégies alternatives figurent les dérivés cotés et non cotés, les stratégies 130/30, les *hedge funds*, le capital investissement et l'immobilier.

LE DÉVELOPPEMENT DE LA GESTION ACTIF-PASSIF

Plus important encore est le phénomène de développement de la gestion actif-passif (LDI ou *liability-driven investment*) progressivement accepté aux États-Unis et en Angleterre. La gestion actif-passif ou LDI vise à optimiser la maîtrise du risque d'un fonds de pension en alignant ses niveaux d'exposition à l'actif et au passif. Dans certains cas, cela peut se traduire par l'intégration d'une exposition dynamique dont l'objectif est de générer un surcroît de rendement par rapport au passif.

Elle répond à l'une des principales



préoccupations des investisseurs institutionnels : le déficit de couverture des engagements au passif. Ainsi, une enquête menée par State Street a révélé que, parmi les prestataires et les gestionnaires des régimes de retraite, 45 % considéraient que ce déficit constituait un risque majeur, avant même le risque d'investissement, cité par 42 % d'entre eux. Les solutions LDI sont désormais très répandues chez les prestataires de régimes de retraite au Danemark, aux Pays-Bas, en Suède et au Royaume-Uni et la tendance a traversé l'Atlantique.

Toutefois, les stratégies utilisées dans le cadre d'une approche de gestion actif-passif doivent encore évoluer : à l'heure actuelle, nombre de ces stratégies se bornent à immuniser les portefeuilles contre

les risques d'inflation et de taux d'intérêt, mais n'interviennent pas sur le risque lié à l'allongement de l'espérance de vie.

LA NOUVELLE GÉNÉRATION DE STRATÉGIES D'ALLOCATION D'ACTIFS

L'adoption aux États-Unis en 2006 de l'US Pension Protection Act (PPA) et de la norme comptable FAS 158 a eu des répercussions au-delà du seul programme de financement du passif. Ce dispositif a conféré un certain pouvoir aux employeurs, qui ont reconnu la nécessité de promouvoir l'épargne afin de combler le déficit de cotisation de nombreux salariés américains. Ils ont également cherché à limiter leur propre responsabilité vis-à-vis des engagements liés aux plans de retraites de

leurs employés. Ce dispositif a été à l'origine du formidable développement et la croissance extraordinaire des "fonds à horizon" (target retirement funds).

Les fonds à horizon simplifient consi-

« Parmi les prestataires et les gestionnaires des régimes de retraite, 45 % considéraient que le déficit de couverture des engagements au passif constituait un risque majeur. »

PANORAMA

AMÉNAGEMENTS RÉGLEMENTAIRES

■ **Le Royaume-Uni** a opté pour un nouveau régime national d'épargne retraite, effectif à partir de 2012, auquel seront affiliés tous les salariés qui ne disposent pas déjà d'un régime d'épargne retraite entreprise.

■ **Le Danemark**, quant à lui, est le berceau d'un concept majeur en matière d'épargne retraite, la gestion actif - passif ou *liability-driven investment*.

■ **En Allemagne**, les entreprises ont été incitées à externaliser la gestion de leurs fonds de pension et à établir de nouveaux plans épargne retraite par capitalisation à cotisations définies pour les salariés. À l'horizon 2010, l'Allemagne pourrait ainsi devenir le troisième marché de fonds de pension en Europe, dépassant la Suisse.

■ **En France**, la création du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) constitue une étape significative. Le fonds devrait voir son actif croître de 50 milliards

de dollars actuellement à près de 200 milliards en 2020. Par ailleurs, la retraite par répartition connaît des évolutions structurelles visant notamment à allonger la période de cotisation pour l'obtention d'une retraite à taux plein. En dernier lieu, un mouvement de consolidation est en cours au sein du secteur avec la fusion progressive d'institutions de retraite de petite taille.

■ **Aux États-Unis**, le plus gros marché mondial d'épargne retraite en termes d'actifs, la réponse à la crise a pris la forme, ces dernières années, de changements structurels et réglementaires d'envergure :

- l'expansion des régimes à cotisations définies ;
- l'adoption de nouvelles réglementations, parmi lesquelles la loi sur la protection des retraites (PPA) et la norme n° 158 du FASB sur la comptabilisation des régimes de retraite ;
- une nouvelle priorité donnée aux stratégies d'investissement actif - passif (LDI) ;
- le recours croissant aux produits alternatifs.

dérablement le processus d'investissement, ce qui devrait en toute logique favoriser les versements, et par voie de conséquence, le taux d'épargne. Ils ont pour objectif d'offrir des portefeuilles diversifiés, investis en actions et obligations, avec un niveau de risque ajusté en fonction de l'horizon d'investissement du client. Leurs modalités de "rebalancement" intégrées présentent l'avantage d'être automatiques, ce qui ne requiert donc pas l'intervention des investisseurs, parfois sujets à l'inertie dès lors qu'ils souscrivent un plan d'épargne et ne modifient plus leur allocation.

INCITER LES SALARIÉS À AUGMENTER LEUR NIVEAU DE COTISATIONS

Si la gestion actif - passif et d'autres innovations en matière de stratégies d'investissement constituent indubitablement des avancées, elles ne résol-

“Les fonds à horizon simplifient le processus d'investissement, ce qui devrait favoriser les versements, et par voie de conséquence, le taux d'épargne.”

vent que la moitié du problème.

Le mouvement actuel, des schémas traditionnels de régimes à prestations définies vers les régimes à cotisations définies, aboutit à transférer la majeure partie des risques de l'employeur vers le salarié. L'enjeu principal consiste à faire en sorte que les nouveaux produits et services, tels que les fonds à horizon, puissent être compris et appréhendés par les particuliers, et que leur comportement vis-à-vis de l'investissement change.

Aux États-Unis, les salariés, pour la grande majorité d'entre eux, ne souhaitent pas encore assumer la nouvelle responsabilité qui consiste à épargner pour leur retraite. Aux Pays-Bas, en revanche, les salariés ont adhéré plus facilement et supportent maintenant le risque naguère assumé par les prestataires. Certains régimes en Scandinavie ont également fait une percée

par le biais d'une communication plus claire aux cotisants tant sur les prestations futures que sur la valorisation du portefeuille.

Inciter les salariés à augmenter leur niveau de cotisations aura sans conteste un impact significatif sur le degré de préparation des retraités de demain et déterminera en grande partie le succès ou l'échec de ces aménagements réglementaires.

RÔLE ET RESPONSABILITÉ DES EMPLOYEURS

Les employeurs doivent, dans une certaine mesure, reprendre à leur compte les processus d'épargne retraite et d'investissement, s'assurer que les taux de participation et de cotisation sont adéquats, et simplifier les choix d'investissement et les communications dédiées aux salariés, en incorporant des fonctionnalités telles que l'adhésion automatique et en considérant les coûts afférents aux régimes DC sous l'angle institutionnel.

Ils devront également inclure la réévaluation des options d'investissement. Tant les prestataires que les bénéficiaires de ces régimes ont à gagner d'une rationalisation de ces options qui devront véritablement se conformer au standard institutionnel en termes de coûts, de qualité, de techniques de gestion comme de discipline d'investissement. En ce sens, les prestataires de régimes de retraite et les salariés seraient avisés de reprendre certaines caractéristiques des anciens programmes à prestations comme la modélisation rigoureuse de l'allocation d'actifs pour éviter les biais de style, la prise en compte des risques liés à l'allongement de la durée de vie et des coûts opérationnels réduits. ■