

LES FONDS DE PENSIONS CHILIENS : UN TOUT PETIT MIRACLE

Depuis une dizaine d'années, dans de nombreux pays, la crise des régimes de retraite par répartition a donné une actualité nouvelle au mécanisme alternatif des fonds de pension, fondé sur la capitalisation individuelle gérée sur une base privée. Ce système est souvent proposé comme une réponse aux déséquilibres des finances publiques et de la Sécurité Sociale, mais aussi au faible taux d'épargne, au développement lent des marchés financiers, voire à la mauvaise gouvernance des grandes entreprises. Dans ce débat, l'expérience chilienne est régulièrement présentée comme un cas de référence, en raison à la fois de son ancienneté (la substitution des régimes date de 1982), de sa cohérence économique et de sa contribution supposée à la croissance et à la stabilité financière du pays. Depuis le milieu des années 1980, cette économie connaît en effet une croissance soutenue (6% l'an en moyenne), appuyée sur une augmentation remarquable des taux d'investissement et d'épargne. Celle-ci est souvent présentée comme le résultat de la réforme des régimes de retraite, et plus généralement du développement rapide du système financier¹. Ce tableau nettement favorable explique entre autres que l'expérience des Fonds de pensions chiliens ait pris progressivement une valeur de modèle et qu'elle ait inspiré de nombreuses réformes en Amérique Latine et en Europe de l'Est. Une analyse détaillée confirme la robustesse et la transparence de ce système, mais aboutit à des conclusions plus nuancées quant à son impact sur l'économie réelle : l'accroissement de l'épargne nationale semble plus lié à la stabilisation budgétaire et à la bonne santé financière des entreprises, tandis qu'une proportion réduite des ressources drainées par les Fonds de pension a été orientée vers les entreprises (hors secteur privatisé).

1

■ Une règle du jeu stricte

En 1982, le système de retraite chilien a basculé d'un régime de répartition à un régime entièrement fondé sur la capitalisation. Les effets bénéfiques généralement attendus d'une telle réforme sont à la fois micro et macro-économiques. Il s'agit tout d'abord de mieux responsabiliser les assurés, en liant les prestations qu'ils reçoivent à leur effort d'épargne individuel ainsi qu'en leur transférant une partie du risque financier ; on peut ainsi espérer que la charge des retraites soit mieux répartie entre les générations. Mais l'objectif est également d'améliorer les conditions de financement de l'économie dans son ensemble, en particulier en favorisant l'essor de l'épargne à long terme.

Le système de Fonds de pensions chilien repose sur trois principes. D'abord, il est géré sur une base privée, par des Administrateurs de Fonds de Pensions (AFP), mis en concurrence sous la supervision attentive d'une agence

publique autonome. Ensuite, tout salarié doit obligatoirement s'affilier à un Fonds, qu'il choisit librement, qu'il peut quitter aisément en emportant son épargne, et auquel il verse au moins 10% de son salaire. Enfin, l'Etat prend en charge les droits à la retraite acquis avant 1982, ainsi que le coût potentiel de deux garanties apportées aux cotisants : une retraite minimum en cas d'insuffisance des ressources acquises, et une compensation automatique du manque à gagner au cas où un AFP montrerait des performances **relatives** inférieures à un seuil donné, ceci entraînant sa liquidation immédiate et le transfert des comptes à un concurrent. En revanche, si **l'ensemble** des fonds affichaient des pertes (crise boursière, reprise de l'inflation, ...), les cotisants supporteraient toute la perte de capital sans autre garantie que la retraite minimale. Les AFP sont rémunérés par une prime généralement proportionnelle à la cotisation reçue.

1. Plus généralement, et contrairement à ce qu'on peut lire parfois sur les vertus économiques de la discipline militaire, le régime issu du Coup d'Etat de septembre 1973 restera surtout mémorable pour la longue suite d'erreurs de politique économique qui a conduit à la crise de 1982 et à une chute de 19% du revenu national. La haute croissance n'a commencé qu'en 1985, la transition démocratique s'engageant en 1988. Une discussion détaillée des réformes chiliennes est proposée dans : Bosworth, Dornbusch, Laban (ed.), "The Chilean Economy, Policy Lessons and Challenges", Brookings, Washington, 1994.

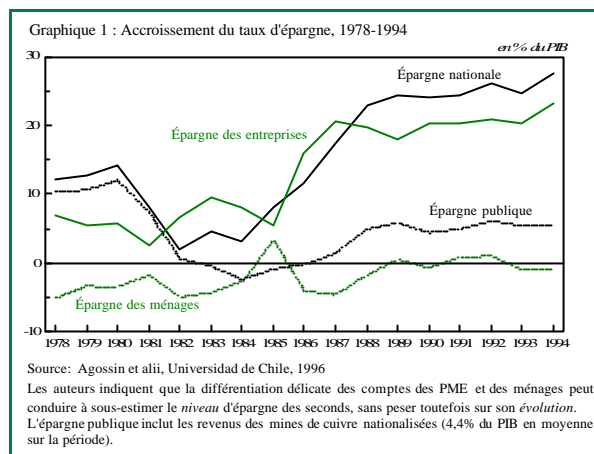
Au moment de sa retraite, le cotisant a le choix entre trois options. Il peut recevoir une rente financière de son AFP, que celle-ci évalue (et modifie éventuellement) sur la base de son espérance de vie statistique, de son capital accumulé et du rendement anticipé du capital résiduel, jusqu'à son extinction. Dans ce cas, le retraité continue de supporter un risque financier, dans un cadre qui se rapproche en fait d'un mécanisme simple d'épargne individuelle, adossé à des règles prudentielles renforcées. Deuxièmement, il peut retirer son capital de l'AFP et l'apporter à une société d'assurance qui lui versera un revenu proportionnel à partir de ce jour, et jusqu'à son décès. Dans ce cas, le retraité transfère le risque financier à l'assureur (qui est astreint à des réserves techniques) mais, contrairement au cas précédent, il ne peut plus transmettre son épargne résiduelle à la génération suivante. Enfin, il peut opter pour une solution mixte, et passer à une date préfixée de la rente financière gérée par l'AFP au mécanisme d'assurance².

Dans ce cadre, les règles strictes imposées en matière de risque financier et de concurrence sont conçues comme la contrepartie à la fois de l'absence de réserves financières dans les AFP, du caractère obligatoire du régime pour les salariés et de l'apport de garanties publiques importantes. Ainsi, la composition des portefeuilles fait l'objet d'une régulation précise, les actions et obligations d'une entreprise devant par exemple être homologuées avant de pouvoir être acquises par les Fonds. Des barrières multiples visent aussi à limiter les risques de conflits d'intérêts entre les AFP et leurs actionnaires, notamment quand il s'agit de banques ou de compagnies d'assurances. Enfin les Administrateurs sont tenus de diffuser régulièrement une information financière détaillée, permettant par exemple aux cotisants de comparer leur rentabilité à celle de chacun des quinze Fonds concurrents.

2

■ Des résultats financiers favorables

Du point de vue de ses objectifs immédiats, ce système a prouvé depuis quinze ans sa viabilité, si ce n'est son caractère miraculeux. D'une part, l'extension des fonds place désormais 60% de la population active sous un régime de retraite, contre 49% en 1976-1980. Peu de progrès ont cependant été accomplis au cours des dernières années pour inciter les non-salariés à cotiser régulièrement, et surtout pour intégrer l'emploi informel, qui reste largement hors-système (artisanat, petit commerce, employés de maison, travailleurs saisonniers, etc). Plus généralement, si cette réforme n'avait certes pas d'objectifs redistributifs, il ne semble pas toutefois qu'elle ait accru les inégalités sociales déjà très larges de la société chilienne.



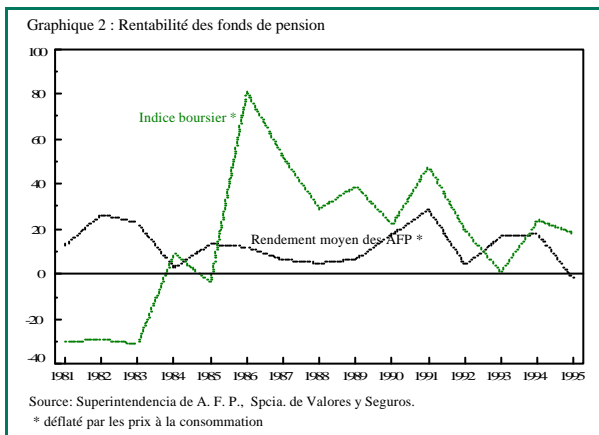
Sur le plan financier, au-delà de fluctuations fortes, la rentabilité moyenne des Fonds a été de 12,8% en termes réels depuis 1982, grâce notamment à des plus-values boursières importantes. Clairement, un tel résultat ne pourra être maintenu à long terme, dans une économie qui ne semble pas pouvoir croître durablement à un rythme supérieur à 6 ou 7% l'an. Aussi, l'incertitude principale à l'horizon 2015-2020, lorsque le régime arrivera à maturité, tient surtout au rendement moyen qu'il dégagera et au risque qu'une part non négligeable des retraités puisse alors exercer son droit à des versements complémentaires, sur ressources fiscales.

Dans un tel cas, la fin de la phase de transition ne permettrait pas de dégager un surplus d'épargne aussi important qu'espéré, lorsque disparaîtra le coût financier pour l'Etat des droits acquis avant 1982. Depuis cette date, en effet, la retraite de deux générations de travailleurs doit être financée simultanément : la population actuellement active cotise aux AFP et a cessé de financer les anciennes caisses de Sécurité Sociale, transférant cette charge à l'Etat, c'est-à-dire aux contribuables. Ce transfert budgétaire a représenté un flux moyen de 3,7% du PIB entre 1990 et 1994, soit 23% des recettes fiscales; il devrait croître en valeur absolue jusqu'aux années 2005-2008, son poids relatif dépendant du taux de croissance moyen de l'économie d'ici là. Toutefois, le point important dans le succès financier de la réforme est que ce choc sur les équilibres budgétaires ait été progressivement absorbé, au lieu de se traduire par un déficit chronique. En effet, si tel avait été le cas, l'épargne forcée de la population active, canalisée par les Fonds, aurait simplement compensé l'accumulation de dette publique : l'effet net sur l'épargne nationale aurait été neutre, tandis que la dette sociale implicite du régime de répartition se serait transformée progressivement en obligations tangibles, émises par le Trésor Public et vraisemblablement stockées par les AFP.

Au-delà de l'assurance individuelle, une retombée positive des Fonds de Pensions, souvent soulignée, est leur rôle

2. On trouve une description détaillée du dispositif dans : Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, "The Chilean Pension System", Santiago, 1996. Et dans : A. Iglesias, R. Acuna, "Chile : Experiencia con un Regimen de Capitalization, 1981-1991", CEPAL/PNUD, Santiago, 1991.

central dans le développement du système financier chilien. Clairement, des contraintes de transparence strictes, l'accroissement du nombre d'intervenants sur les marchés et une capitalisation totale de 25 milliards de dollars à la fin de 1995, (soit 40% du PIB, contre 10% en 1985), ont exercé une pression continue sur la structure des marchés : développement de nouveaux instruments financiers, modernisation des systèmes de règlement, renforcement des organismes de supervision, etc.. On peut penser ainsi que le volume de l'épargne domestique investie sur ces marchés, comme la solidité des institutions financières chiliennes ont contribué directement, en 1995, à réduire l'impact de la crise mexicaine sur ce pays.



Ces effets bénéfiques se sont-ils prolongés dans l'économie réelle ? Peut-on établir que l'épargne forcée des ménages et le développement rapide du système financier ont joué un rôle déterminant dans l'augmentation de l'investissement et des rythmes de croissance, depuis le milieu des années 1980 ? Sans clore le débat, deux éléments peuvent être apportés.

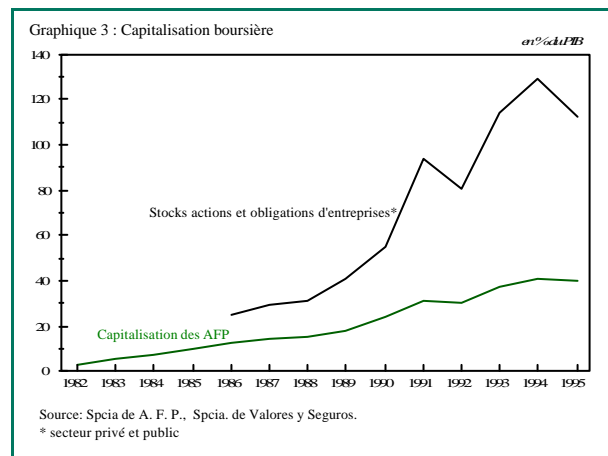
■ Une contribution plus limitée à l'économie réelle

Tout d'abord, sur le plan de la structure de portefeuille, on relève que traditionnellement 40% des fonds sont investis soit en titres de dette publique (1983-1990), soit en obligations émises par la Banque centrale pour stériliser des entrées de capitaux qui, sinon, pourraient déstabiliser la politique monétaire. A la fin 1995, 38% de l'actif des fonds étaient ainsi rémunérés conjointement par les réserves de changes officielles, investies par exemple en Bons du Trésor américains, et par les recettes de seigneurage domestiques qui financent le déficit quasi-fiscal dû à la stérilisation ; l'institut d'émission supporte en outre le risque de change implicite. Parmi les investissements orientés vers l'économie domestique, les principaux bénéficiaires ont été le logement (prêts

hypothécaires titrisés, 16% du portefeuille en 1995) et les compagnies privatisées de téléphone et d'électricité (resp. 24%, actions et obligations confondues). Les titres d'entreprises industrielles au sens strict représentaient en revanche 5,3% de l'actif total à la même date et le secteur des services 3,8%, l'un et l'autre incluant des gains en capital importants depuis la fin des années 1980 ; les investissements à l'étranger, autorisés seulement depuis 1990, ne représentent encore que 0,2% du portefeuille total. En un mot, les Fonds de pensions contribuent certes au financement d'investissements nécessaires à la croissance à long terme, mais ils touchent peu l'appareil productif au sens strict, en particulier le secteur exposé à la concurrence internationale.

Par ailleurs, une étude récente sur les causes de l'accroissement de l'épargne chilienne, menée à l'Université du Chili³, aboutit à des conclusions mesurées quant à l'impact du nouveau régime de retraite sur la croissance. En termes agrégés, les ressources nouvelles drainées par les Fonds sont estimées à 3,5% du PIB en 1993-1994, niveau qui se réduit à 2,4% si l'on tient compte de la substitution partielle de l'épargne forcée de l'épargne volontaire (moins d'acquisition d'autres actifs, augmentation du crédit à la consommation). Cet apport net n'est certes pas négligeable, mais indique que l'augmentation totale de l'épargne nationale, de 12,5% du PIB en 1979-1980 à 26,1% en 1993-1994, découle surtout de deux autres sources, qui ne sont pas liées directement aux Fonds : la réduction du déficit budgétaire à partir de 1985 (faible substitution entre épargne privée et publique), et surtout l'accroissement de l'épargne des entreprises (autofinancement), passée de 5,6% à 21,8% du PIB. Assez logiquement, on a aussi observé une baisse régulière de l'appel à l'épargne extérieure, manifestée par un rééquilibrage du compte courant et une réduction du poids relatif de la dette extérieure (à 38% du PIB, fin 1994).

3



Deux relations structurelles sont alors mises à jour à l'aide de tests de causalité. D'une part, sur longue période

3. M. Agossin, G. Crespi, L. Letelier, "Explicaciones del Aumento del Ahorro en Chile", mimeo, Universidad de Chile/Santiago, juin 1996. Etude menée avec le soutien de la Banque Centrale du Chili et de la Banque Interaméricaine de Développement.

et en termes agrégés, l'évolution de l'épargne et de l'investissement apparaissent en tendance comme endogènes au PIB, ce qui tend à affaiblir l'hypothèse d'un rôle premier du développement financier dans l'explication de la croissance. Celle-ci dégagerait d'elle-même une part importante des ressources nécessaire à sa poursuite, notamment par l'autofinancement des entreprises en expansion ; ceci n'exclut pas toutefois que cette épargne puisse être insuffisante par rapport à un taux de croissance souhaitable à moyen terme.

Sur cette base, l'exploitation de la comptabilité d'un échantillon large d'entreprises montre que leur accès aux financements externes tend à être rationné, ce qui contraint le niveau d'investissement, notamment dans le cas des plus petites firmes. En d'autres termes, les institutions financières chiliennes refuseraient de financer l'ensemble des projets rentables émanant de l'économie réelle, en raison du problème classique d'asymétrie d'information et d'aversion au risque, imperfections qu'on observe à des degrés variables sur la plupart des marchés de capitaux. Une telle conclusion est cohérente avec le constat de la part prépondérante prise par les titres publics, l'immobilier et les **utilities** dans le portefeuille des Fonds; elle s'accorde bien aussi avec les régulations prudentielles strictes imposées aux AFP. Selon les auteurs, l'augmentation très forte de l'épargne des entreprises, depuis le milieu des années 1980, serait alors la réponse à cet accès difficile aux financements externes, rendue possible par un environnement microéconomique très favorable aux entreprises (taux de profit, progrès technique, etc). La dynamique de croissance ne reposerait donc pas principalement sur l'épargne forcée et une plus grande efficacité des marchés financiers, mais sur les déterminants de l'offre réelle.

reste réduite au regard d'un secteur exportateur toujours dominé par l'agriculture et l'exploitation minière. Les contraintes lourdes qui sont en jeu laissent penser que le développement futur des Fonds chiliens pourrait imposer un accroissement régulier de leurs investissements étrangers, alors que d'autres actifs financiers, plus risqués, devraient soutenir la croissance et à la diversification de l'appareil productif.

Cette conclusion conservatrice semble devoir s'appliquer **mutatis mutandis** à tout mécanisme de ce type : un fonds de pension n'est pas un instrument de capital-risque ou de spéculation financière. Toutefois, cette contrainte serait à l'évidence nettement moindre dans une économie plus développée, dotée d'un système financier mûr et d'un tissu de grandes entreprises à l'assise solide. Le risque, dans un tel cas de figure, semble être plutôt celui d'une substituabilité élevée entre les différents actifs financiers offerts aux ménages : comme on a déjà pu l'observer, ceux-ci se contenteraient d'optimiser leur portefeuille en fonction notamment des diverses incitations fiscales, mais sans modifier sensiblement leur niveau absolu d'épargne. Une autre leçon de l'expérience chilienne est le coût très élevé d'un passage instantané de la répartition à la capitalisation : la réussite de l'opération suppose que l'Etat finance entièrement cette transition sur recettes fiscales au risque, sinon, de voir se former rapidement une dette publique importante ; l'avertissement vaut en particulier pour les économies émergentes de l'Est et du Sud, dont les équilibres macro-financiers peuvent être fragiles. A l'inverse, les défenseurs du modèle chilien soulignent que la gestion parallèle de deux mécanismes de retraite entraîne un accroissement des coûts de gestion totaux, qui sont nécessairement à la charge des cotisants : une remarque qui s'applique **a fortiori** au cas où s'ajoutent ensuite des régimes de retraite complémentaire.

4

■ Conclusion : l'enfer dans les détails ?

Au total, il ressort que la réforme de 1982 a eu des effets bénéfiques mais pas décisifs sur le niveau de l'épargne nationale et a permis principalement de financer les secteurs issus de la sphère publique (logement, télécommunication, énergie). En revanche l'impact des Fonds a été limité pour les entreprises du secteur manufacturier et des services marchands, dont la taille

Jérôme Sgard

NOUVEAU
LE CEPII sur INTERNET
www.cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 01 53 68 55 14
Fax : 33 01 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION
Jean Pisani-Ferry
RÉDACTEUR EN CHEF
Claire Lefebvre
CONCEPTION GRAPHIQUE
Pierre Dusser
RÉALISATION
Annick Hutteau
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F
Europe 350 F
Hors Europe 440 F
(envoi par avion)

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947

CCP n° 1462 AD
4^{ème} trimestre 1996
Octobre 1996

Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.