
PROPOS DE STRATEGIE

Pierre-Yves GAUTHIER Tél. : 01 44 51 82 94 - E-mail : pgauthier@oddo.fr
Jing ZHANG Tél. : 01 44 51 83 78 - E-mail : jzang@oddo.fr
Thierry ADRIEN Tél. : 01 44 51 86 25 - E-mail : tadrien@oddo.fr

mercredi 1er février
2006

Retraites et Obligations, impossible équation de 2 000 Md\$

- ▶ Au 4^{ème} trimestre 2005, législateurs, régulateurs et normalisateurs comptables ont, séparément, opté pour une plus grande transparence et un durcissement des conditions d'évaluation des engagements de retraite à prestations définies (détails page 11).
- ▶ Les nouvelles exigences de transparence sont à la hauteur des inquiétudes des autorités politiques sur les sous-financements et les risques afférents. **Cette préoccupation et les conséquences en termes de régulation sont une donne nouvelle pour les marchés financiers.**
- ▶ Ces mouvements concomitants concernent les États-Unis, le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Beaucoup reste à faire, dans ces trois pays comme ailleurs en Europe, notamment sur la mise à jour des tables de mortalité (1.5 an gagné en 5 ans au Royaume-Uni).
- ▶ Les grandes entreprises de l'espace européen sont concernées, directement, ou indirectement via leurs filiales. Il faudra 1) reconnaître des déficits très sensiblement supérieurs (X2 ?, X3 ?) à l'affichage des derniers exercices ; 2) limiter l'impact sur les comptes consolidés d'un quasi "mark to market" de ces déficits.
- ▶ Parce qu'elles limitent la volatilité en mark to market d'une gestion ALM des engagements, la demande pour les obligations longues et de 1^{ère} signature ne peut que s'amplifier. Nos premières estimations portent sur 2 000 Md\$ sur un délai très court (3 ans ?). C'est 10% du stock obligataire souverain. Les taux longs devraient rester durablement bas.

Résumé : un bouleversement de la planète financière ?

Le 11 novembre 2005, le Board du FASB¹ a voté en faveur d'une refonte, en deux temps, des règles comptables relatives aux engagements de retraite. Ceci complète des dispositions de plus en plus exigeantes des régulateurs au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Leur constat ? Les taux d'actualisation sont trop accommodants et les tables de mortalité sont dépassées, sous-évaluant ainsi les engagements des entreprises, comme ceux des administrations, vis-à-vis de leurs futurs retraités. Ces derniers courent le risque de ne pas voir leurs droits couverts.

Le sujet est aride ; les implications sont majeures pour la sphère financière dans sa **globalité**.

En introduisant une forme de "*mark to market*" en temps réel, les nouvelles normes comptables américaines (et demain européennes) et dispositions réglementaires européennes sont susceptibles de :

- ▶ Mettre en évidence l'énormité des obligations accumulées en faveur des salariés/retraités, tant au sein des "vieilles" industries que des autorités locales (États-Unis, Royaume-Uni). Des incidences politiques sont quasi inévitables parce que les contrats de retraite "outstanding" seront probablement rompus.
- ▶ Accélérer la mise en Chapter 11 des derniers géants de l'ère industrielle et donc la transformation de l'OCDE en un monde de services et d'actifs intangibles.
- ▶ Créer un puissant mouvement de basculement en faveur des obligations pour mieux satisfaire les exigences désormais pressantes d'équilibre actifs-passifs. Ce mouvement, déjà enclenché en Europe par les normes IFRS, pèsera sur les taux longs de façon très significative... et accroît les passifs (mécanisme d'actualisation calé sur les taux longs).
- ▶ Mettre un frein à la croissance débridée de pans entiers de l'économie (notamment américaine) que sont le Healthcare et la Pharmacie. En résumé, cette croissance est financée par un tiers payant, l'actionnaire, qui va demain mesurer l'ampleur de la facture tant des retraites que des soins et, soit voter contre, soit se défausser sur la collectivité.
- ▶ Imposer de nouvelles formes de mutualisation, ce qui peut passer par un nouveau rôle de l'État, y compris dans des économies libérales, notamment en raison de la fragilité des systèmes de réassurance des fonds de pension (PBGC aux États-Unis, nouveau PPF au Royaume-Uni).

Au total, cet effort de vérité sur les coûts futurs, point final d'un long processus d'ajustement catalysé par l'éclatement de la bulle TMT, peut aussi conduire à une nouvelle répartition de la valeur ajoutée. Faute de pouvoir tenir les promesses sur des retraites dans 20 ans, il faudra(it), en lieu et place, accroître aujourd'hui les rémunérations, chacun faisant son affaire du nécessaire effort d'épargne. Ce scénario, a priori moins favorable au capital, n'intègre cependant pas les conséquences déflationnistes sur le coût du travail d'une planète plus globale.

¹ Organisme définissant aux États-Unis les règles comptables.

Finance fiction autour des engagements de pension ? Peut-être. Mais les arguments sont nombreux pour consacrer quelques minutes aux conséquences sur les marchés financiers de cette nouvelle exigence de transparence.

Insistons ici sur le caractère nouveau des dispositions engagées depuis l'automne 2005. C'est en cela que les risques pour les marchés se durcissent et créent une **urgence** de rebalancement vers l'obligataire. L'inflexion des stratégies d'allocation des fonds de pension vers l'obligataire n'est pas en soi une nouveauté (le mouvement a probablement été enclenché dès 2003, à l'instar des assureurs, ces derniers pour des raisons prudentielles).

Nous argumentons ici sur les thèmes du durcissement des conditions de calcul (déficits accrus) et de l'urgence (compétition entre acteurs financiers pour trouver de la duration)

Mais quel est le problème ?

Dans nombre de pays, une partie essentielle de la retraite des salariés est assurée par l'employeur qui, par contrat, promet dans 20 ans, 30 ans, ou plus, de servir une pension assise sur les derniers salaires. Dans le vocabulaire consacré, cela prend le nom de prestations définies (ou *defined benefits* en anglais) et c'est une promesse de l'entreprise vers le salarié.

L'entreprise s'engage, et pour ce faire, généralement, alimente un fonds, le fonds de pension, géré par des tiers. Ce fonds finance des engagements futurs, appelés obligations, dont le coût est estimé de façon **actuarielle**. C'est techniquement la "valeur actuelle" de tout ce qui est dû sur des échéances longues aux retraités, existants comme futurs.

Ce calcul actuariel est le lieu de toutes les turpitudes, dont les conséquences sont analysées ici. Il est en effet aisé de réduire la valeur actuelle des obligations en retenant un taux d'actualisation élevé, en s'appuyant sur des tables de mortalité vieillottes (la durée de vie des retraités est alors sous-estimée), en pariant sur une inflation salariale contenue (sous-estimation des salaires au moment de la sortie de la vie active). Citons deux exemples : 1) une hausse de 50 pb du taux d'actualisation réduit de 20% les déficits "retraite" des sociétés du CAC 40 ; 2) la durée de vie des retraités britanniques au moment de leur entrée en retraite a gagné 1.5 année en 5 ans.

Les chiffrages actuariels sont, par nature, contestables et malléables. C'est le **premier** aspect de l'équation retraite, aspect qui a toujours posé problème, mais sur lequel les critiques étaient limitées à quelques voix d'experts².

Le **deuxième** aspect en est l'outil comptable. Il est particulièrement complexe en vue de retranscrire dans le bilan des entreprises les risques pris à l'endroit des salariés. Au sein des méthodes comptables, celles adoptées pour les engagements de retraite sont parmi les plus techniques car elles essaient 1) de faire le lien entre des données actuarielles et des données en valeur historique, 2) de créer un pont entre les comptes de l'entreprise et le bilan des engagements de retraite qui reste (au moins jusqu'à aujourd'hui) un élément hors bilan. L'expérience du dégonflement des valorisations boursières a montré que cette sophistication -et notamment les amortissements des écarts actuariels- n'avait été d'aucune utilité pour prévenir une situation de sous-financement, qui fait aujourd'hui réagir les autorités. Cette complexité, en déconnectant les comptes actuariels des données de marché, a, au final, encouragé la prise de risque et des tactiques de financement inadaptées.

Le **troisième** aspect de l'équation retraite qui la rend saillante pour l'ensemble des marchés financiers est l'énormité des masses en jeu. Dans une sphère financière mondiale qui pèse environ 120 000 Md\$, les fonds de pension représentent environ 15 000 Md\$, l'équivalent d'une fois et demi le PIB américain ou **un tiers** de l'argent qui fait l'objet d'une gestion institutionnelle. Suivant les définitions, les déficits vont de 5% des capitalisations boursières moyennes à 40% des PIB de certains pays.

² Les experts sont des actuaires, lesquels ont pour clients les entreprises. Lire à cet égard l'article de The Economist en date du 27/01/2006.

Le **quatrième** aspect est bien celui qui motive ce document : la remise à plat de l'outil comptable et du cadre réglementaire, l'un comme l'autre ayant avoué leurs limites. Cette remise à plat a pour maîtres mots : transparence, réalité des charges, sincérité des calculs, "mark to market", etc ... Pour les entreprises concernées, cette transparence accrue crée de la volatilité dans les séquences de résultats. En effet, elles vont retranscrire dans leur bilan, plus ou moins directement, les performances des fonds de pension, lesquels restent majoritairement investis en actions et donc soumis à des écarts notoires de valorisation. Pour contenir cette tendance, les entreprises disposent de peu de moyens autres que celui de limiter la volatilité même des portefeuilles des fonds de pension. Ce qui passe par des instruments de type obligataire à l'échéance la plus longue possible, la logique étant celle du respect des équilibres actifs-passifs. Évident ? Oui, mais relativement nouveau semble-t-il par rapport aux préjugés des acteurs.

Se conjuguent ainsi les éléments d'une secousse majeure pour les marchés financiers : 1) des encours colossaux de risques ont été mal évalués, 2) l'encadrement réglementaire, juridique et comptable exige ou est en passe d'exiger une approche prudentielle autrement plus rigoureuse et transparente, 3) face au risque de volatilité des engagements et des résultats, volatilité dont ne veulent pas les actionnaires, les entreprises concernées vont devoir privilégier les investissements obligataires.

Nos calculs, oh combien en grandes masses, débouchent sur une demande obligataire de 2 000 Md\$, ou 10% du stock obligataire mondial (cf. infra). Ce chiffre résume notre inquiétude. La véritable inconnue est bien évidemment le calendrier retenu par les acteurs pour procéder à ces ajustements. Il faut au moins trois ans pour que se mettent en place de nouvelles normes comptables par exemple. Autre indication, les autorités néerlandaises ont accordé un an de délai supplémentaire aux entreprises pour mettre au clair leurs affaires.

Cela étant, le mouvement est lancé. Dans l'univers des entreprises cotées, on sait qu'attendre le dernier moment n'est pas une bonne stratégie vis-à-vis des actionnaires. Aussi, pensons-nous que l'effort de mise à niveau des financements se fera dans un délai de trois ans environ. En atteste la très forte demande anglaise pour des souches longues en £ qui n'offrent plus aucun spread sur les échéances au-delà de 10 ans, y compris sur les indexés.

Une concomitance des calendriers qui reflète une prise de conscience généralisée

La concomitance d'automne 2005 dans les initiatives réglementaires n'est pas fortuite. Beaucoup a été appris de la débâcle de la bulle TMT. En effondrant en deux ans la valeur des postes "equity" détenus en financement des retraites, cette débâcle a fait prendre conscience de la fragilité d'un système fondé sur une trop grande confiance dans la capitalisation et dans le "tout action". Notamment, les outils comptables ont pu encourager un sous-financement par les entreprises, sous-financement mis en évidence aujourd'hui par le durcissement des réglementations. Ces durcissements sont les suivants :

États-unis

Le 11 novembre 2005, les autorités de normalisation comptable validaient un processus de mise à plat de la norme FASB87, inadaptée pour prévenir les situations durables de sous-financement. Le processus pourrait prendre 3 ans.

Le 18 novembre 2005, le Sénat passait un projet de loi conduisant les entreprises et les administrations à financer leurs engagements de retraite à 100% dans un délai de 7 ans.

Royaume-Uni

En octobre 2005, publication d'un document de consultation par le nouveau régulateur mis en place en 2004 suite au constat de la fragilité des fonds de pension britanniques. Les premières indications font état de déficits très supérieurs (triples...) à ceux découlant de la norme FRS17 pourtant tout juste introduite. Indirectement, le nouveau régulateur laisse entrevoir les faiblesses de cette norme et propose une définition plus exigeante.

Pays-Bas

Le régulateur reporte d'un an (au 01/01/2007) l'application de dispositions sensiblement plus strictes quant aux calculs du financement des retraites. Pour la première fois, un régulateur s'interroge sur les risques de volatilité des couvertures et propose des clés de calculs exigeantes qui passent par un sur-financement structurel.

Autres initiatives

Les différents consultants sollicités par les différents régulateurs laissent filtrer des indications rarement rendues publiques jusqu'à ici. Ainsi, sur les tables de mortalité, les tables anglaises sont en retard, les tables allemandes le seraient encore davantage.

2 000 Md\$ de demande obligataire ?

Nous avons essayé de mesurer l'impact du durcissement réglementaire et comptable sur la demande accrue de produits d'épargne à profil obligataire : sans risque et de longue durée. L'analyse est centrée sur trois pays au cœur de cet *aggiornamento* : les Pays-Bas, précurseurs, le Royaume-Uni en pleine réflexion politique et enfin les États-Unis alertés par les débâcles industrielles.

Le détail des ajustements en cours ou envisagés apparaît dans la section suivante. Le tableau ci-après retrace nos approximations sur le thème d'un surcroît de demande pour un support obligataire **émanant des entreprises**. Nous n'avons pas mené de calculs pour les déficits de financement des retraites des administrations. De fait, nous n'avons ni les ressources, ni l'accès à l'information, ni la méthode. Les chiffres cités ci et là font penser que les problèmes sont du même ordre de grandeur que pour les entreprises.

Nos calculs concernant les entreprises sont simples. Il s'agit plutôt de croiser des informations disparates. Ces calculs partent de deux prémisses : 1) le stock d'actifs financiers en couverture des risques est trop orienté actions, il faut donc revenir vers un équilibre plus favorable aux obligations en retenant des pourcentages objectifs pour chaque grand pays ; 2) les déficits vont a) s'élargir compte tenu de paramétrages actuariels plus rigoureux ; b) devoir être financés rapidement et sans prendre de risques supplémentaires, donc les contributions cash des entreprises pour éteindre ces déficits vont être prioritairement réinvesties en obligations.

Ce dernier point est important car il revient à dire que le monde *corporate* va, soit s'endetter, soit émettre des actions, pour contribuer aux fonds de pension, lesquels vont utiliser ces ressources pour acheter des obligations. Il y a donc injection de nouvelles ressources dans le marché obligataire. Les taux longs devraient rester bas, mais pas nécessairement les *spreads corporate*, puisque les signatures industrielles sont fortement exposées aux engagements de retraite. Rappelons enfin le point souligné dans nos travaux précédents sur les engagements de retraite : tous ces ajustements se font bien au détriment de l'actionnaire qui joue ici un rôle d'assureur des retraités présents et futurs.

Le tableau ci après retrace nos calculs. Il croise estimations et projections et est donc susceptible d'ajustements amples. Nos efforts ont porté sur la cohérence de l'information et de la présentation. Nous avons organisé ce tableau de façon à mesurer les deux strates de demande obligataire : 1) le basculement des portefeuilles existants et 2) le comblement des déficits dont le financement sera a priori réinvesti à 100% en obligataire.

Estimations du surplus de demande obligataire : univers corporate uniquement

(\$bn)	US	UK	Holland	France	Germany	Total
Total assets	4 320	1 189	713	96	112	6 430
% equity (**)	56	46	37	28	26	
% bonds (**)	27	27	45	47	67	
% else (**)	17	27	18	25	7	
Total	100	100	100	100	100	
Equity in \$bn	2 419	547	264	27	29	3 286
Bonds in \$bn	1 166	321	321	45	75	1 929
1) Impact of rebalancing existing assets						
Target bond holding in %	50	50	70	70	80	
Demand for bonds in \$bn	994	273	178	22	15	1 460 (*)
2) impact of plugging widened deficits						
% of deficit plugged by bonds	80	80	80	80	80	
Official deficit in \$bn	436	224		38		
Hardened calculations in \$bn	654	559	-	57		
Additional demand for bonds due to mark to market of deficits in \$bn	174	268	-	15		443 (*)
Total extra demand for bonds	1 168	542	178	37	15	1 903 (*)

(*) La France n'a pas été incluse dans la somme pour éviter les doubles comptes. En effet, les engagements des entreprises françaises couverts par les fonds de pensions concernent principalement leurs filiales étrangères, situées aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis, etc ...

(**) Notre estimation sur l'allocation des actifs des fonds de pension est basée sur les indications de FMI dans le rapport "Global Financial Stability Report Septembre 2005". Un rapport récent de l'OCDE a donné des indications légèrement différentes, surtout concernant la part d'obligations pour l'Allemagne.

Conséquences pour les marchés financiers

L'impact sur les marchés financiers d'une réalité des prix sur les engagements de retraite est fonction d'une combinaison de montants - considérables à l'échelle planétaire- et de vitesse d'ajustement.

Sur cette dernière, notre opinion est un peu extrémiste : le risque devenant explicite, les entreprises n'attendent pas pour procéder à des ajustements de grande ampleur. Si un pays comme les Pays-Bas, très ouverts, adopte un nouveau code, les multinationales qui y sont exposées en tireront les conséquences sur leurs diverses filiales, soit dès janvier 2007. Et beaucoup n'attendent pas cette date, la nouvelle réglementation étant explicite depuis de nombreux mois.

Une propagation rapide de l'effort de reconnaissance et des ajustements correspondants pourrait, entre autres, avoir les impacts suivants :

- ▶ Une pression baissière sur les taux longs pour les signatures sans risque (point développé en infra).
- ▶ Un désintérêt persistant pour les actions, notamment pour les principales capitalisations. On trouvera là, peut-être, une explication aux niveaux modestes des PE sur les grandes capitalisations (point développé dans nos documents de stratégie pour le 1er trimestre 2006 : "Mieux pour moins")
- ▶ Une détérioration très sensible des bilans des sociétés exposées aux risques de retraite, tant par la nature de leurs métiers ("vieilles" industries) que par la géographie de leurs salariés. Les fonds propres négatifs seront monnaie courante, y compris parmi les premières capitalisations.
- ▶ Pour ces affaires, deviennent dès lors probables : un élargissement des spreads, des recapitalisations potentiellement majeures pour sortir d'une spirale infernale d'endettement et de service des retraites, une extinction du potentiel d'OPA en raison de l'ampleur des passifs hors bilan. Les valorisations ne peuvent que souffrir.
- ▶ Une pression politique en faveur d'une plus grande mutualisation des risques. Quelle que soit la méthode, la tentation sera forte de passer à la collectivité des risques et charges qui sont insupportables pour les entreprises prises individuellement. La perspective d'une désindustrialisation rapide peut aussi inciter les autorités à trouver des formes de mutualisation. EDF et Gaz de France constituent des précédents, puisque une partie de leurs engagements de retraite ont été repris par la collectivité des consommateurs³.
- ▶ Une probable mise à plat corollaire des coûts de santé : les déficits sur ce poste sont du même ordre de grandeur que ceux des retraites et d'autant plus insupportables que les règles de valorisation, largement comparables à celles des retraites, se durcissent. Une mise à plat signifierait des lendemains plus difficiles pour des filières Soins-Santé qui ne connaissent pas vraiment de frein à leur expansion.

³ cf. Étude de novembre 2005 sur les engagements de retraite des industries électriques et gazières

Ces éléments ne sont guère encourageants. Il est possible, néanmoins, de formuler une lecture ultérieure plus positive en particulier sur les impacts sur la croissance réelle de taux longs qui resteraient durablement bas. On peut, en effet, spéculer sur le fait que la demande de produits financiers à échéances longues et de première qualité facilitera le développement des "*mortgage backed bonds*". Ces instruments de refinancement des prêts immobiliers ont fait leur preuve aux États-Unis. Ils permettent aux banques de se refinancer à bon compte (du fait de la garantie de coupon que représentent les intérêts servis par les emprunteurs immobiliers), ouvrant ainsi l'accès à la propriété à une population sensiblement élargie. On sait qu'une partie de la performance économique américaine découle du fort pourcentage (69% vs 45 à 55% en zone Euro) de foyers propriétaires qui deviennent des foyers consommateurs. Il faudrait en Europe modifier nombre de réglementations et de lois pour arriver à un marché fluide des "*mortgage backed bonds*". Après de premiers ajustements cet été (Allemagne, Royaume-Uni, Italie), le marché démarre, avec environ 400 Md\$ d'émissions (à comparer à un encours de 5 600 Md\$ aux États-Unis). On peut imaginer que les émissions à venir seraient absorbées par la demande émanant des fonds de pension. Ainsi, se mettrait en place une circularité positive pour les marchés : des foyers propriétaires, donc consommateurs, donc de la croissance, donc des intérêts immobiliers payés, donc un marché des *mortgage* actif, donc des supports sécurisants pour les fonds de pension, donc une volatilité limitée des équilibres actifs-passifs, donc des marchés rassurés, ...donc des foyers qui investissent et consomment...Pourquoi pas. Mais seulement après une phase de reconnaissance des risques qui, comme toute phase d'ajustement, passe par des moments difficiles.

Pour ce qui est de la très complexe question des taux d'intérêt longs, la présomption du stratéliste est qu'ils pourraient rester longtemps, très longtemps, sous pression. Il est en effet possible de considérer que la demande des fonds de pension financés par les entreprises constitue la seconde vague de demande obligatoire parmi trois. La première a été initiée par les assureurs forcés par les exigences prudentielles de vendre leurs postes actions en 2003. La troisième sera celle des fonds de pension des administrations principalement au Royaume-Uni et aux États-Unis. Pour autant les taux ne sont jamais une équation simple. Un changement d'anticipation sur l'inflation, en réintroduisant une perception plus aigüe du risque, pourrait mécaniquement faire remonter les taux longs, ce faisant réduisant les engagements actualisés, donc les déficits, donc l'urgence d'un rééquilibrage des actifs.

Mouvements en cours dans les législations sur les retraites entreprises

Nous passons en revue dans cette section, les modifications importantes du schéma juridique et réglementaire sur trois pays : les Pays-Bas, le Royaume-Uni, les États-Unis. L'ordre est indicatif du degré d'avancement de la réflexion. Les Pays-Bas sont en pointe.

▪ Pays-Bas : une nouvelle loi introduisant une exigence nouvelle de solvabilité

Réglementation	Actuelle (WTV/PSW)	Nouvelle (nFTK) (*)
Date d'application	Jusqu'à fin 2006	Applicable dès aujourd'hui, obligatoire à partir de janvier 2007
Taux d'actualisation pour évaluer des engagements	Maximum 4%	Taux de marché (selon position IFRS)
Couverture/Provision (required funding ratio)	105%	105%
Période pour couvrir l'insuffisance de financement	1 an ?	1 an
Solvabilité exigée ("buffer" ou fonds propres de protection nécessaires)	Largement en fonction de l'allocation d'actifs	En fonction des risques de chaque régime, "buffer" + 105%=130% des engagements pour un régime moyen (**)
Normes comptables appliquées	IFRS pour les sociétés cotées	

(*) Appellation en hollandais de "Financial Assessment Framework"

(**) Plus les actifs sont obligataires, plus le "buffer" est limité.

Pays-Bas : impact sur la demande obligataire

(Md€)	Situation actuelle (fin 2004)	"Mark to market" 2005	Demande obligations
Engagements	449	na	
Actifs de couverture	550	595	
Actifs obligations	243	416	149

Source : PVK

Les dispositions réglementaires sur les engagements de retraite en Hollande dans le régime qui se termine fin 2006 sont déjà prudentes, notamment en matière de taux d'actualisation. Il y a, a priori, peu de surprises à attendre sur le niveau des déficits à la différence des autres pays. Notre "mark to market" n'intègre donc qu'une demande renforcée d'obligations en arbitrage des actions dans les actifs existants.

La Chambre hollandaise des Pensions et Assurances (PVK) a cependant introduit l'FTK, plus exigeant, en 2004. Ces nouvelles règles seront obligatoires avec l'application du nouveau Pension Act en janvier 2007.

Deux nouveautés significatives de cette législation :

- ▶ L'évaluation des engagements et des actifs sur la base des valeurs de marché (Valeur Réaliste).
- ▶ L'utilisation d'outils quantitatifs pour mesurer le management des risques des fonds de pension.

Notamment, les fonds de pension doivent quantifier leurs risques en appliquant des modèles standardisés proposés par le régulateur, ou leurs propres modèles approuvés par le régulateur. Ces mesures, largement techniques, concernent :

1. Test de solvabilité : une évaluation quantitative pour contrôler la suffisance des actifs face aux risques liés aux engagements.

La couverture financière minimale, à 105% de la valeur des engagements, ne représente pas un changement par rapport aux réglementations actuelles. Cependant, des capitaux supplémentaires doivent être mis en réserve pour maintenir ce taux de couverture financière, face à toute sorte de risques dans différents scénarios hypothétiques.

Le modèle de calcul est très complexe, prenant en compte les profils de risques propres aux différents supports d'investissement. La probabilité d'insuffisance financière doit se limiter à 2.5% sur l'horizon d'un an. Si ce standard n'est pas satisfait, il faut rétablir l'équilibre en moins de 15 ans, en appliquant un plan de contribution (côté actif), ou en modifiant les caractéristiques des risques du côté passif.

2. L'analyse de continuité. Elle consiste à réaliser une projection sur 15 ans pour chaque régime de pension, afin de vérifier si ses principales politiques (management du risque, contributions, investissement, indexation, etc...) assurent une couverture suffisante contre une évolution défavorable de l'environnement économique et démographique. Des détails quantitatifs et qualitatifs doivent être soumis au régulateur.

Le résultat de cette analyse n'influence pas directement le niveau de solvabilité exigé pour le financement des fonds de pension. Mais, le régulateur peut être amené à surveiller un fonds avec plus d'attention en fonction de l'évaluation de son management du risque.

Conséquences probables de l'application des nouvelles règles :

- ▶ La volatilité des engagements de retraite sera plus visible en raison de l'évaluation des actifs et passifs selon une méthode de marché, et l'application des normes comptables IFRS (pour les entreprises cotées).
- ▶ L'impact cash pour les employeurs sera limité sur le court terme, car les nouvelles règles ne pèseront pas directement sur les contributions des employeurs aux fonds de pension.
- ▶ L'accent mis sur le management du risque amènera les fonds de pension à modifier leurs profils de risque. Les gestionnaires doivent surtout adapter les stratégies d'investissement pour mieux faire face aux changements de la valeur actuarielle des engagements.

À terme, la diminution de la part des actions dans les portefeuilles de fonds de pension paraît acquise pour adapter les actifs à la durée des engagements. Les futures contributions seront aussi prioritairement investies en obligations.

Pays-Bas : allocations d'actifs dans les fonds de pension 2000-2004

	Allocations d'actifs					Changement annuel			
<i>Md€</i>	2000	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Investissement actions et immobilier	191	193	149	191	214	2	-44	42	23
Investissement <i>fixed-income</i>	207	202	208	217	243	-4	6	9	26
Autres investissements	61	61	60	65	72	0	-1	5	6
Actif Total	482	475	443	497	551	-7	-32	54	54
Provision technique (couverture minimale exigée)	361	393	430	469	450	32	38	39	-19

▪ **Royaume-Uni : un nouveau régulateur, des nouvelles règles, plus strictes**

Réglementation	Actuelle (<i>Minimum Funding Requirement</i>)	Nouvelle (<i>Pensions Act 2004</i>)
Date d'application	En fonction de la date de la dernière évaluation actuarielle, pour certains régimes valables jusqu'à fin 2009	À partir du 1 ^{er} janvier 2006
Taux d'actualisation pour évaluer des engagements	-taux des obligations <i>corporate</i> de signature AA -taux moyen utilisé par les sociétés en 2004 est entre 5.3% et 5.4%	-s'orienter vers du 10 ans le choix est déterminé par les trustees
Couverture (<i>funding targets</i>)	Calculée selon les hypothèses standard fixées par le régulateur	L'objectif de couverture financière, peut être fixé par les trustees de chaque régime, pour couvrir les déficits calculés en FRS 17 ou IAS 19 (*).
Délai pour couvrir l'insuffisance de financement	3 ans pour arriver à 90% de la couverture exigée ; 10 ans pour arriver à 100%	10 ans
Normes comptables appliquées	IFRS pour les sociétés cotées FRS 17 pour les autres	

(*) Un autre système d'évaluation, dénommé "buy-out cost", est plus strict que ces règles comptables. Le régulateur estime que, pour la plupart des régimes, le niveau de financement en FRS 17 ne serait que de 70%-80% de celui calculé selon ce système. Il n'est pas envisagé d'imposer cette lecture beaucoup plus rigoureuse (cf. *infra*).

Royaume-Uni : impact sur la demande obligataire

(Md£)	Situation actuelle (en FRS 17) (*)	"Mark to market" 2005	Demande obligations
Engagements globaux corporate	770	1 050	
Actifs de couverture	640	700	
Déficits	130	300-400 (**)	
Actifs obligations (***)	192	502	315

(*) : estimation par le régulateur.

(**) : extrapolation par le régulateur basée sur la méthode "buy-out cost".

(***) : estimations pour la situation actuelle basée sur l'allocation des actifs fin 2003 (Watson Wyatt Golbal Asset Study), et la valeur de couverture fin 2004 ; pour la situation demain, basée sur l'hypothèse que 50% des actifs seront investis en obligations.

En application du Pension Act 2004, le nouveau régulateur anglais a proposé au 31 octobre 2005 les grandes lignes de règles sur le financement des engagements de retraite de type "*defined benefits*". Cette initiative traduit les inquiétudes des autorités britanniques sur les (dés)équilibres structurels des fonds de pension et leurs conséquences sociales et politiques.

Contrairement aux règles antérieures ("*Minimum Funding Requirement*"), qui imposent des hypothèses standard pour évaluer le besoin de financement, les nouvelles mesures proposent une évaluation spécifique à chaque régime. En effet, elles donnent aux trustees la responsabilité de fixer un objectif de financement, c'est-à-dire des "provisions techniques" ("*technical provision*"), en choisissant, (avec les actuaires) des hypothèses actuarielles prudentes et des méthodes d'évaluation adaptées. Elle renvoie ainsi les acteurs à leurs responsabilités.

Si la valeur des actifs de couverture est au-dessous de cet objectif de financement, les trustees doivent préparer un "plan de redressement" ("*recovery period*") précisant le calendrier pour éliminer le déficit.

Le régulateur surveille alors l'objectif du financement (les "provisions techniques") et le plan de redressement. Certaines caractéristiques de régimes "à risques" peuvent conduire à une investigation, ou même à une intervention du régulateur. Ce dernier a surtout mis l'accent sur la pertinence de l'évaluation des régimes, et sur le calendrier pour redresser une couverture financière non suffisante : une période inférieure à 10 ans est encouragée par le régulateur.

Les plans de contributions selon ces nouvelles règles pèseront sur les cash-flows des entreprises. Selon une étude de PwC (délégué par le régulateur) sur 550 entreprises britanniques, si ces dernières devaient combler leurs déficits selon FRS17 en moins de 10 ans, plus d'un quart des entreprises de FTSE devraient utiliser plus de 25% de leurs free cash-flows pour les contributions aux fonds de pension.

Les récentes interventions du régulateur sur les engagements de retraite de Marconi et de British Airways sont des exemples d'une nouvelle rigueur. Dans le cas de Marconi, 600 M£ sur le prix de vente de 1.2 Md£ ont été affectés au financement des déficits des fonds de pension. Pareillement, le régulateur a attiré l'attention des investisseurs en formulant un avis à British Airways, pour qu'elle élimine ses déficits de retraite de 2 Md£ en 10 ans. Les contributions coûteront 420 M£ (!) de plus par an à l'entreprise, niveau équivalent au tiers de son cash-flow opérationnel en 2004.

Statut financier des régimes de pensions au 31/12/2004 selon la norme FRS 17

	FTSE 100			FTSE 350			Royaume-Uni	
	Montant (Md£)	% GDP	% sur la capi total FTSE	Montant (Md£)	% GDP	% sur la capi total FTSE	Montant (Md£)	% GDP
Actifs	292	25	21	357	30	25	640	55
Engagements	355	30	25	433	37	31	770	66
Déficits	63	5	5	76	6	5	130	11

Source : the Pensions Regulator, UK

▪ États-Unis : mouvements parallèles du législateur et du FASB vers plus de transparence

Réglementations	Actuelle (Mesures "temporaires")	Nouvelle (Mesures proposées pour fin 2005)
Date d'application	2004-2005	2006 et au-delà
Taux d'actualisation pour évaluer des engagements	-taux "politiques" calculés sur la base d'une pondération des indices obligataires corporate pendant les 4 années précédentes -la fourchette en juin 2005 était de 5.31% à 5.90% -le taux moyen utilisé en fin 2004 était 5.75% selon une étude de Milliman	-nouveaux taux basés sur la courbe de taux seraient effectifs entre 2007-2009
Délai pour couvrir l'insuffisance de financement	30 ans, mais un sous-financement dépassant 10% de la valeur des engagements (dans certains cas 20%) doit être comblé par une contribution accélérée	7 ans
Normes comptables appliquées	US GAAP : sous révision des règles sur les engagements de retraite, pour une convergence vers les IFRS	

États-Unis : impact sur la demande obligataire

(Md\$)	Situation actuelle (fin 2004)	"Mark to market" 2005	Demande obligations
Engagements globaux corporate (<i>defined benefits</i>)	4 450	4 970	
Couverture d'actifs	4 000	4 320	
Déficits globaux	450 (*)	650	
Déficits S&P 500 sur l'année 2005e	218 (**)		
Actifs obligations	1 000	2 334	1 168

(*) estimé par la PBGC à fin 2004.

(**) l'estimation de Credit Suisse First Boston pour les entreprises S&P 500 sur l'année 2005.

Source : PBGC.

Les engagements de retraite pèsent largement sur les entreprises américaines, surtout celles des secteurs Aéronautique et Automobile. Certaines ont implicitement opté pour le transfert de leurs risques à la collectivité, en cherchant la protection du Chapter 11. D'autres font l'objet d'inspection de la SEC sur la pertinence des hypothèses actuarielles utilisées pour l'évaluation des engagements.

Avec un trou de 23 Md\$, la PBGC, réassureur fédéral des engagements de retraite, pousse le gouvernement à une réforme en profondeur d'un système en faillite.

Début novembre 2005, le FASB a voté pour une révision des règles comptables sur les retraites, pour les rendre plus transparentes. Les premiers changements consistent à imposer aux entreprises de **montrer dans le bilan** le statut financier des engagements de retraite. Jusqu'à maintenant, cette information est uniquement disponible dans les notes aux comptes.

Parallèlement, le Sénat vient de voter en faveur d'un projet de loi (17 novembre 2005) qui impose à presque toutes les entreprises de combler leurs déficits de couverture en moins de 7 ans, et de doubler les primes à payer auprès de la PBGC. Une période plus longue (20 ans) pourrait être donnée aux compagnies aéronautiques pour éteindre les déficits de financement des retraites. Cette proposition est au centre des débats. Ces mesures attendent le vote du Congrès américain pour être finalisées.

Les nouvelles mesures proposées signifient que les actionnaires seront largement mis à contribution. Il y a néanmoins l'espoir que le Congrès prolongerait l'utilisation des taux d'actualisation "politiques", plus favorables pour l'évaluation des engagements.

L'impact des nouvelles mesures serait considérable sur les marchés financiers. Selon une enquête de la CIEBA (*Committee on Investment of Employee Benefit Assets*) auprès des directions financières sur le changement de loi, plus d'un tiers (37%) des interrogés anticipent une réduction de la partie d'actions dans leurs fonds de retraite en réaction. La plupart des sondés estiment qu'une réallocation d'actifs sera réalisée à un horizon de moins de 3 ans. Rappelons que les fonds de pension détiennent 40.7% des actifs dans les marchés actions aux États-Unis en 2003.

▪ France

La France n'échappe pas aux problématiques de risques de retraite. Les entreprises avec une exposition géographique dans les pays "à risques" sont les premières concernées. La pression du calendrier IFRS a exigé plus de transparence et un nettoyage des stocks d'engagements (en réduction des fonds propres des entreprises en 2005).

De plus, les engagements de retraite des entreprises publiques sont inquiétants à cause de leur taille "considérablement hors de proportion avec les fonds propres des entreprises". Une réforme des régimes serait envisageable sur l'horizon de 1-2 ans. En 2005, Gaz de France et EDF ont pu réduire la masse de leurs engagements de retraite de, respectivement, 14 Md€ à 3 Md€ et de 68 Md€ à 23 Md€, par adossement aux régimes publics en contrepartie d'une soulte de 7.7 Md€ et par transfert du financement sur les consommateurs par le biais d'une taxe⁴.

Les principaux chiffres concernant les retraites des grandes entreprises françaises sont indiqués dans le tableau suivant. Les valeurs "*mark to market*" correspondent à une estimation des engagements fondée sur les taux longs de marché, selon notre méthode de modélisation appliquée aux 34 sociétés du CAC 40⁵.

⁴ Cf. l'étude d'Oddo Securities du 8 novembre 2005 "Engagements de retraite "IEG" : Gaz de France".

⁵ Cf. l'étude d'Oddo Securities du 31 août 2005 "Risques retraites & CAC 40 : Merci IFRS !".

France : lourds engagements dans les administrations publiques

(Md€)	Situation actuelle (fin 2004)	"mark to market" (estimation fin 2005)
Engagements en cours des entreprises CAC 40 (*)	84	108
Déficits des entreprises CAC 40	38	57
Engagements pour l'administration publique (**)	184	na

(*) situation fin 2004, des 34 sociétés analysées dans notre étude d'août 2005.

(**) hors les engagements de EDF et de Gaz de France, dont une grande partie a été adossée aux régimes publics par la loi n°2004-803 d'août 2004.

Source : Oddo Securities

Références :

- ▶ Ageing and pension system reform: implications for financial markets and economic policies experts group chaired by Ignazio Visco, Central Manager for International Affairs at the Banca d'Italia , EU septembre 2005.
- ▶ Consultation document : “How the Pensions Regulator will regulate the funding of defined benefits”, the Pensions Regulator, Octobre 2005, Royaume Uni. www.thepensionsregulator.gov.uk.
- ▶ Consultation Document : Financial Assessment Framework, Pensioen Verzekeringskamer, octobre 2004, Pays-Bas www.pvk.nl.
- ▶ FASB Votes to Revise Pension Rules, the Wall street Journal, Jonathan Weil, 11 novembre 2005.
- ▶ Fonds de pension: l'inquiétude des sociétés britanniques s'accroît, L'AGEFI 23 novembre 2005.
- ▶ Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, International Monetary Fund, Septembre 2004 www.imf.org
- ▶ Intégration des retraites des entreprises publiques : le Sénat pose ses conditions, Les Echos, 17 novembre 2005.
- ▶ Longivity Tables Cloud Pension Costs, Financial Times, 21 novembre 2005.
- ▶ Pension Benefit Guaranty Corporation Performance and Accountability Report Fiscal Year 2005 , PBGC, novembre 2005 www.pbgc.gov.
- ▶ Pension Inquiry Shines Spotlight On Assumptions, Deborah, Solomon and Lee Hawkins JR. the Wall Street Journal, 9 novembre 2005.
- ▶ Pension Markets in Focus, Newsletter-December 2005-Issue 2 OECD décembre 2005.
- ▶ Pension Measure Passes in Senate, But Hurdles Loom, Michael Schroeder, the Wall Street Journal, 1 novembre 2005.
- ▶ Pensions Unplugged, Arthur Levitt, JR. the Wall Street Journal, 10 novembre 2005.
- ▶ Proposed Pension Reform Threatens Retirement Benefits for Workers According to New Survey by CIEBA, Committee on Investment of Employee Benefit Assets, USA, 6 septembre 2005.
- ▶ Reform Expected to Boost Bonds, Financial Times, Jennifer Hughes, 21 novembre 2005.
- ▶ US Pension Accounting shift “would hit equities” Deborah Brewster, Financial Times, 21 novembre 2005.