



 NEXIASEARCH

FONDS DE PENSION BRITANNIQUES

Raphaël KONAN

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

3

A l'origine de la crise des fonds de pension britanniques

6

Quelles conclusions pour les assureurs Français ?

8

Introduction

Un fonds de pension est un organisme de placement collectif public ou privé dédié à la retraite par capitalisation. Il a pour but de gérer la retraite d'un portefeuille d'assurés. Pour cela, le fonds perçoit des cotisations qu'il investit sur des supports financiers en vue de fructifier l'épargne des assurés.

Mais alors, quelle est l'origine de la crise qui secoue les fonds de pension britanniques ?

Cette crise ne risque-t-elle pas de s'étendre au marché français ?

Notre cabinet se propose d'analyser cette question avec vous.

Dans le contexte des taux bas ayant prévalu jusque récemment sur les marchés financiers, les rendements des produits d'assurance ont vu leur performance se réduire comme peau de chagrin. Ce qui, pour des fonds de pension à prestations définies peut être problématique. En effet, ces fonds ont une obligation de rentes fixes à payer aux retraités, quelle que soit la volatilité des marchés financiers.

Pour continuer à servir des taux intéressants à leurs clients et à garantir le paiement des rentes malgré un environnement économique défavorable, les fonds de pension britanniques ont souscrit des LDI (liability-driven investments). Ce sont des produits financiers garantissant une couverture en cas de volatilité des taux (généralement en cas de baisse des taux pour les fonds de pension). Parmi les LDI, on retrouve par exemple des stratégies de couverture indexées aux gilts (obligations d'état britanniques) telles que les swaps de taux « fixe contre variable » ou encore les repo (sale and repurchase agreements).

L'achat des produits financiers de type LDI n'est pas seulement l'apanage du marché britannique. En effet, en France par exemple, les assureurs recourent également à ce type d'instruments financiers en vue de couvrir leurs risques (financiers et de crédit).

Pour autant, la particularité des fonds de pension britanniques réside dans leur forte exposition aux LDI.

Par exemple, la Banque Centrale d'Angleterre (BoE) annonçait dans son rapport de février 2022 que 82% des actifs gérés par le fonds de pension s'occupant de la retraite de ses employés étaient investis sur des LDI indexés à des gilts à taux nominaux, à des gilts à taux réels ou encore sur d'autres dérivés.

De même, en 2021, le marché des LDI était estimé à 1 600 Mds £ (en notionnel), en hausse de près de 400% par rapport à 2011 (selon Investment Association).

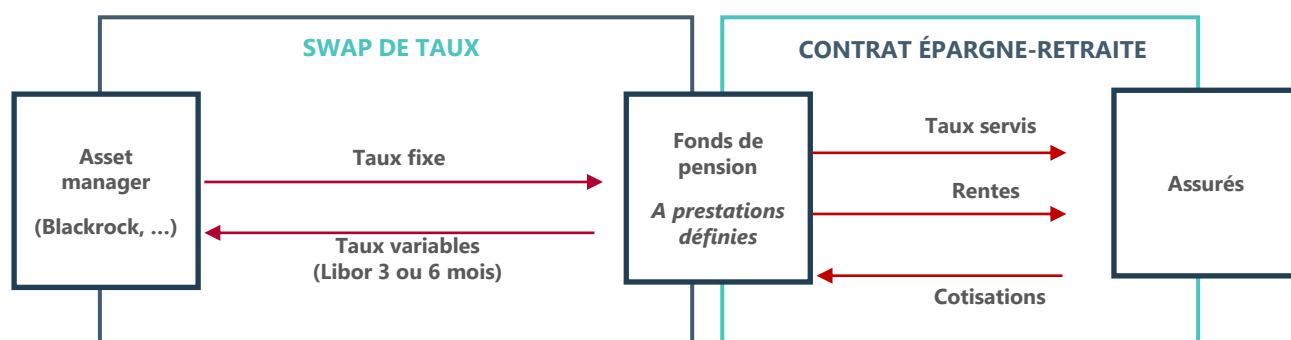




Pour comprendre le mécanisme de propagation de la crise britannique, rappelons brièvement le mode de fonctionnement d'une stratégie LDI. Ce type de produit est généralement vendu par des asset managers, comme BlackRock. Il en existe plusieurs types (swaps de taux nominaux, swaps de taux réels, swaps d'inflation, repo, futures, ...).

Dans cette tribune, nous n'illustrerons que les swaps de taux et les repo.

Figure 1 : Illustration du mécanisme de couverture à l'aide d'un LDI de type swap de taux



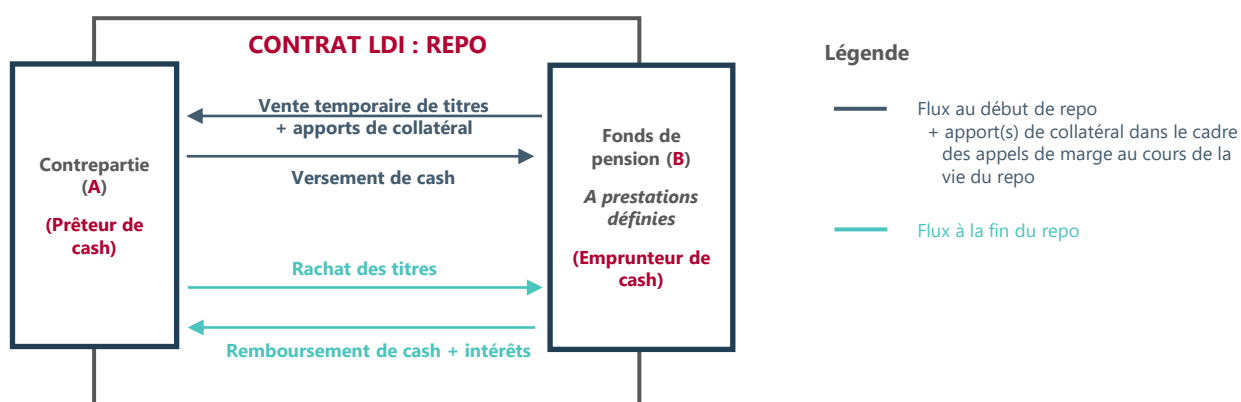
Pour honorer ses engagements vis-à-vis des assurés (paiements de taux servis, des rentes, ...), le fonds de pension, en contractant un swap de taux, s'engage à percevoir un taux fixe qu'il pourra ensuite reverser aux assurés. En contrepartie de la perception du taux fixe, le fonds de pension s'engage à payer un taux variable (Libor 3 ou 6 mois, ...). Lorsque les taux baissent, le fonds est gagnant car il perçoit plus de revenus (taux fixe) en provenance de l'asset manager qu'il n'en paie (taux variable). Mais lorsque les taux remontent, le montage financier lui devient rapidement défavorable.

Lorsque les taux remontent et que le contrat est défavorable au fonds de pension, l'asset manager exige du fonds (via un appel de marge) le paiement d'un collatéral (en cash ou en gilts) afin de garantir la liquidité du fonds de pension et de se couvrir contre un défaut de paiement de ce dernier.

Le second LDI analysé est le repo (sale and repurchase agreements). Pour cela, considérons un opérateur de marché (contrepartie A) et une autre contrepartie B (ici, un fonds de pension). Admettons que le fonds de pension ait un besoin urgent de liquidité (par exemple, pour honorer des engagements vis-à-vis des assurés) et qu'il détienne dans le même temps des titres obligataires en portefeuille qu'il ne souhaite pas sortir de son bilan comptable. Supposons enfin que la contrepartie A dispose d'un excédent de liquidité qu'elle souhaiterait placer à un taux d'intérêt intéressant dans un marché où les taux sont bas, voire négatifs.

Le fonds de pension et la contrepartie A peuvent ainsi conclure un « repo » (du point de vue du fonds de pension), inversement appelé « reverse repo » du point de vue de la contrepartie A.

Figure 2 : Illustration du LDI repo



Concrètement, le fonds de pension vend des titres (généralement des obligations) à la contrepartie A en s'engageant à les racheter à un prix défini à l'avance dans le contrat. La contrepartie A verse ensuite au fonds de pension le cash dont il a besoin. Le montant du cash est généralement inférieur ou égal au nominal des titres. Légalement, la contrepartie A devient propriétaire des titres cédés. Et le fonds de pension devient propriétaire des liquidités perçues. A l'échéance du repo, le fonds rembourse le cash emprunté, plus des intérêts, et il rachète les titres cédés au prix initialement convenu. Si le prix de marché des obligations a augmenté (i.e., si les taux ont baissé), alors le fonds de pension est gagnant car il rachète les obligations à un prix fixe très probablement en-dessous du marché. En revanche, si le prix de marché des obligations a baissé (i.e., si les taux obligataires ont augmenté), alors le fonds de pension est perdant. Pendant la vie du repo, lorsque les taux d'intérêt augmentent et que les titres cédés perdent de leur valeur, la contrepartie A exige de la contrepartie B le versement d'un collatéral en vue de garantir la solvabilité de la contrepartie B. Cette exigence se fait sous la forme d'appels de marge (à satisfaire par la contrepartie B dans des délais souvent très courts : le jour même du constat de la baisse de la valeur de marché des obligations, ou le lendemain). Ces appels de marge sont prévus dans les clauses qui régissent le repo.

Contrairement aux prêts de titres classiques (securities lending), le prêteur des titres (ici, le fonds de pension) ne peut généralement pas demander à reprendre possession de ses titres (recall) avant l'échéance du repo.

Comme nous allons le voir, la crise des fonds de pension est en partie due au fonctionnement des LDI.

A l'origine de la crise des fonds de pension britanniques

La récente crise des fonds de retraite au Royaume-Uni s'inscrit dans une lignée de crises déjà bien connues (guerre en Ukraine, inflation, hausse des taux directeurs de la BoE, ...). Concentrons-nous cependant sur les événements récents ayant précipité sa manifestation.

Le 23 septembre dernier, M. Kwasi Kwarteng alors ministre britannique des finances, annonce une série de mesures économiques au titre desquelles des baisses d'impôts (pour environ 45 Mds de déficit fiscal).

Face à la perspective de ce déficit budgétaire, et en l'absence de mesures tangibles pour le financer, les investisseurs ont redouté un dérapage de la dette souveraine britannique : d'où, la forte volatilité des rendements des gilts observée ces dernières semaines. En particulier, le rendement des gilts à 30 ans a dépassé la barre des 5% (bien au-delà du rendement du BTP italien à 30 ans) : un plus haut depuis 20 ans !

Comme expliqué précédemment, la hausse des taux obligataires dégrade la valeur des portefeuilles de LDI détenus par les fonds de pension (swaps de taux, repos, ... indexés aux gilts).

La rentabilité des swaps se détériore à mesure que les taux augmentent, car les fonds de pension sont détenteurs des jambes fixes des swaps. Par conséquent, en cas de hausse subite des taux obligataires, les taux variables montent plus haut que les taux fixes contractuels, et, la valeur des contrats LDI devient défavorable aux fonds qui doivent alors garantir leur solvabilité (par apports de collatéral en cash ou en gilts).

Cet effet est exacerbé par le fait que les fonds de pension, du fait de leurs gilts repo, ne disposent pas des obligations souveraines dans l'immédiat à leur actif. Ainsi, pour les LDI déficitaires, les fonds de pension à court de liquidité (i.e, de collatéral) et ayant souscrit des gilts repo se retrouvent très vite en situation de crise : ils ne disposent plus de liquidité, font face à des appels de marge réguliers, ne peuvent pas renflouer leurs caisses en vendant leurs gilts car la plupart de ces obligations a été cédée via des repos.

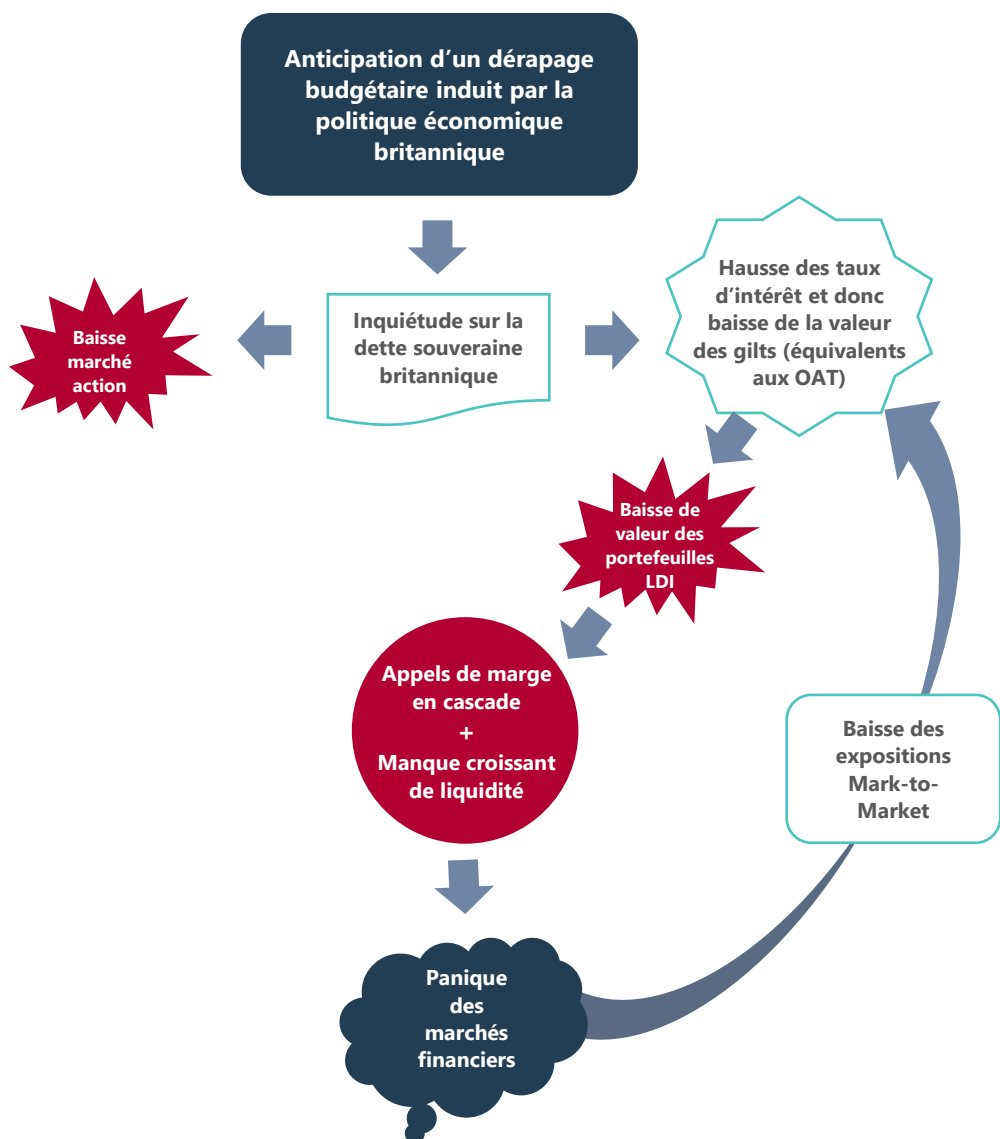
Pire, en cas de hausse des taux pour les repo arrivant à maturité, les fonds de pension sont perdants car ils sont contraints de racheter leurs obligations à des prix au-dessus du marché.

Dans le cas du marché britannique, les décisions budgétaires du 23 septembre dernier ont été le principal catalyseur de la hausse subite et brutale des taux obligataires ayant conduit à la crise des fonds de retraite.



En résumé

Nous résumons la crise financière britannique des fonds de pension par le schéma suivant (focus sur les LDI) :



Quelles conclusions pour les assureurs Français ?

A l'instar du Royaume-Uni, il existe aussi des fonds de pension en France. Parmi ces fonds, on trouve par exemple l'établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP). Même si ces fonds de retraite par capitalisation sont marginaux dans une économie dominée par un régime obligatoire de retraite par répartition, ils sont appelés à croître en volume dans les années à venir. En effet, l'adoption définitive de la loi PACTE (le 11 avril 2019) offre un cadre réglementaire permettant aux assureurs de créer des fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) placés sous le régime prudentiel de la directive IORP 2.

En élargissant le champ d'application des FRPS, la loi PACTE permet aux assureurs de gérer les anciens régimes par capitalisation suivants comme des fonds de pension à la française :

- Le PER et le PERP
- Les PER Entreprises (article 83) : régimes collectifs à cotisations définies
- Les contrats Madelin et Madelin agricole
- Les régimes collectifs à prestations définies (IFC, article 39)

Afin d'analyser la transposition éventuelle du schéma de crise britannique sur le marché français, nous nous sommes référés aux statistiques officielles de la Banque de France et de l'OCDE relatives aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension.

Le tableau ci-dessous, extrait du site internet de la Banque de France, récapitule le total des placements financiers des sociétés françaises d'assurance au T2 2022.

Placements financiers des sociétés d'assurance au T2 2022

(encours au prix de marché, flux, valorisation, en milliards d'euros)

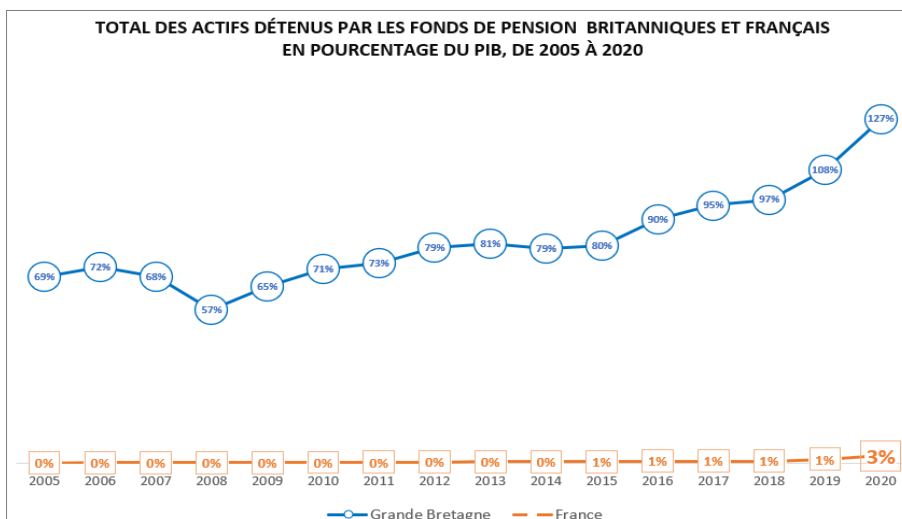
	Assurance Vie et Mixte			Assurance Non-Vie			Total Assurances		
	Flux	Valorisation	Encours	Flux	Valorisation	Encours	Flux	Valorisation	Encours
Monnaie et dépôts	2,0	0,0	35	-0,5	0,0	14	1,5	0,0	50
Titres de créance									
CT (maturité d'origine)	-3,0	0,0	19	-3,2	0,0	2	-6,1	0,0	21
LT (maturité d'origine)	-7,9	-85,3	1 223	1,3	-6,8	108	-6,6	-92,2	1 331
Prêts	-1,0	0,0	50	0,4	0,0	11	-0,6	0,0	60
Titres de capital									
Actions cotées	-0,4	-7,7	72	-0,2	-2,3	13	-0,6	-10,0	84
Actions non cotées	2,1	-0,1	76	0,1	-0,1	39	2,2	-0,3	115
Autres	-0,2	0,2	26	0,2	-0,4	28	-0,1	-0,2	54
OPC									
Fonds monétaires	4,1	-0,1	85	1,9	0,0	10	6,0	-0,1	95
Fonds non monétaires	6,7	-41,6	705	0,0	-1,5	40	6,7	-43,1	745
Dérivés	1,6		6	0,0		0	1,7		6
Total	4,0	-134,7	2 297	0,1	-11,1	265	4,0	-145,8	2 562

Source : Banque de France

On y trouve le profil d'investissement en actifs des assureurs vie et non-vie. Au total, les assureurs vie disposent d'un encours de 6 milliards € de produits dérivés. Cet encours représente environ 0,3% de leur exposition totale.

De leur côté, les assureurs en non-vie ne détiennent aucune exposition significative à ce type de produits.

Par ailleurs, le graphique ci-dessous compare les actifs détenus par les fonds de pension britanniques et français en proportion du PIB, entre 2005 et 2020.



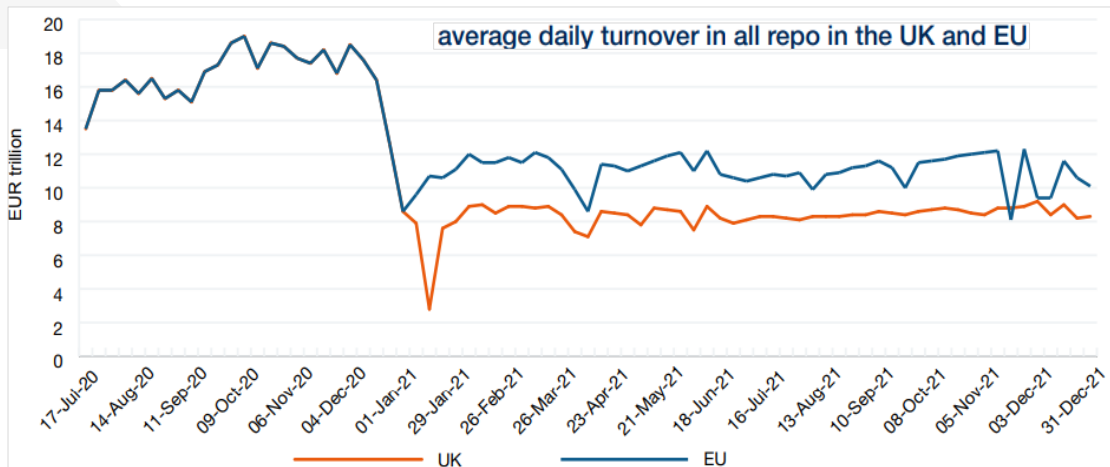
Source : OCDE

Structurellement, le ratio entre le total des actifs détenus par les fonds de pension britanniques et le PIB est très nettement supérieur à celui des fonds français. Par exemple, en 2020 ce ratio était de 127% (soit 3 593 Mds \$) en Grande Bretagne, contre seulement 3% (soit 72 Mds \$) en France.

Les fonds français ont donc moins de poids dans l'économie française que leurs homologues britanniques ne l'ont outre-manche.

Aussi, sur la même année, la valeur des LDI détenus par les fonds de pension britanniques s'élevait, selon Investment Association, à 1 500 Mds de £ (soit 1 600 Mds \$), contre seulement 72 Mds \$ d'actifs sous gestion au total pour les fonds de pension en France.

Le graphique suivant fait une comparaison (UK vs EU) des capitaux échangés quotidiennement dans le cadre des repo.



Source : ICMA – European Repo Market Survey April 2022

En 2021 (post Brexit), les capitaux globalement engagés dans des repo sur le seul marché britannique valaient 0,82 fois le montant des capitaux engagés dans des repo sur l'ensemble de l'Union Européenne !

Même si ce graphique ne donne pas les tendances sur les capitaux engagés par les fonds de pension des deux économies, il renseigne toutefois sur le niveau élevé d'appétence des institutions financières britanniques pour les repo, comparativement à leurs homologues de l'Union Européenne.

Le profil d'investissement des fonds de pension britanniques est assez unique. En plus de détenir des volumes d'actifs complètement disproportionnés par rapport aux fonds de retraite français, ces fonds détiennent, comme vu précédemment, des actifs essentiellement investis en LDI (estimés à 1 600 Mds £ de notionnel en 2021 par Investment Association).

Cette différence de profil limite logiquement la probabilité d'une reproduction de la crise britannique en France.

Ceci, indépendamment du fait que la BoE pourrait à tout moment déclencher un sauvetage d'urgence des fonds, réduisant donc l'éventualité d'une propagation de la crise au-delà des frontières britanniques.

Toutefois, suite à l'adoption de la loi PACTE, le volume des actifs détenus par les fonds de pension français est appelé à croître d'ici à quelques années. Une attention toute particulière devra alors être portée sur les choix d'investissement de ces fonds.

Références

- ➔ <https://www.reuters.com/markets/europe/what-is-ldi-liability-driven-investment-strategy-explained-2022-10-04/>
- ➔ <https://www.latribune.fr/economie/international/grande-bretagne-le-nouveau-ministre-des-finances-fait-table-rase-des-mesures-de-son-precedesseur-936998.html>
- ➔ https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20220511_as_retraite_supp_2021.pdf
- ➔ <https://www.banque-france.fr/statistiques/epargne-et-comptes-nationaux-financiers/les-autres-formes-depargne-opc-organismes-de-placement-collectifs-et-assurances/les-placements-des-assurances>
- ➔ <https://www.icmagroup.org/assets/European-Repo-Market-Survey-April-2022.pdf>
- ➔ <https://www.bmogam.com/uploads/2021/06/bf77d0fc81b9310168bcb5280e7ebf1e/ldi-explained.pdf>
- ➔ <https://data.oecd.org/fr/pension/actifs-des-fonds-de-pension.htm#:~:text=fonds%20de%20pension-,Les%20actifs%20des%20fonds%20de%20pension%20d%C3%A9signent%20des%20actifs%20acquis,d'une%20personnalit%C3%A9%20juridique%20ind%C3%A9pendante.>
- ➔ https://www.lemonde.fr/economie/article/2015/11/27/emmanuel-macron-precise-son-projet-de-fonds-de-pension-a-la-francaise_4819346_3234.html#:~:text=Par%20exemple%2C%20le%20Plan%20d,encours%20en%20France%2C%20selon%20Bercy.
- ➔ <https://www.gestiondefortune.com/gestion-d-actifs/rubriques-gestion-d-actifs/actualites/9199-frps-les-fonds-de-pension-a-la-francaise-se-multiplie.html#:~:text=La%20Loi%20PACTE%20pr%C3%A9voit%20le,Fonds%20de%20Retraite%20Professionnelle%20Suppl%C3%A9mentaire.>
- ➔ <https://www.ag2ramondiale.fr/retraite/s-informer-sur-sa-retraite/conseil-quelle-est-la-difference-entre-retraite-par-repartition-et-retraite-par-capitalisation>

Nexialog Consulting

STRATÉGIE

ACTUARIAT

GESTION DES RISQUES

Nexialog Consulting est un cabinet de conseil spécialisé en Stratégie, Actuariat et Gestion des risques qui dessert aujourd'hui les plus grands acteurs de la banque et de l'assurance. Nous aidons nos clients à améliorer de manière significative et durable leurs performances et à atteindre leurs objectifs les plus importants.

Les besoins de nos clients et les réglementations européennes et mondiales étant en perpétuelle évolution, nous recherchons continuellement de nouvelles et meilleures façons de les servir. Pour ce faire, nous recrutons nos consultants dans les meilleures écoles d'ingénieur et de commerce et nous investissons des ressources de notre entreprise chaque année dans la recherche, l'apprentissage et le renforcement des compétences.

Quel que soit le défi à relever, nous nous attachons à fournir des résultats pratiques et durables et à donner à nos clients les moyens de se développer.

CONTACTS

Ali Behbahani

Associé, Fondateur

☎ + 33 (0) 1 44 73 86 78

✉ abebahani@nexialog.com

Christelle BONDOUX

Associée, Directrice commerciale

☎ + 33 (0) 1 44 73 75 67

✉ cbondoux@nexialog.com

Areski COUSIN

Responsable R&D

✉ acousin@nexialog.com



www.nexialog.com

Retrouvez toutes nos publications
sur Nexialog R&D

Antoine CARRICANO

Responsable de Compte Actuariat Conseil

☎ +33 (0)1 44 73 75 66

+33 (0)6 25 60 98 61

✉ acarricano@nexialog.com

Raphaël KONAN

Senior Manager Actuariat Conseil

☎ +33 (0)1 44 73 75 60

+33 (0)6 99 57 00 59

✉ rkonan@nexialog.com