

# CRISE DU COVID-19 ET TURBULENCES SUR LES MARCHÉS : LES PREMIERS EFFETS À FIN MARS SUR LES ENGAGEMENTS DE RETRAITE

Par Nadia Eng et Maud Vannier-Morreau, Galea & Associés

La crise sanitaire actuelle a entraîné de fortes turbulences sur les marchés financiers qui peuvent avoir une incidence significative sur les engagements de retraite des entreprises. Rappelons-le, ces avantages sociaux qui représentent souvent une part importante des *packages* de rémunération, constituent des instruments de fidélisation des salariés et sont généralement gérés et suivis par les services *compensation & benefits* des grands groupes cotés. Leur évaluation et comptabilisation s'inscrit dans un cadre normé par les IFRS pour l'établissement des comptes consolidés. L'évolution des facteurs économiques et financiers affectant directement la valorisation de ces engagements requiert une vigilance et un suivi régulier tant du point de vue financier que des ressources humaines.

Si les prévisions d'évolution des marchés et des niveaux de taux demeurent incertaines pour les semaines et mois à venir, les premiers effets de la crise sur les avantages sociaux sont mesurables à fin mars.

## L'IMPACT DE LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT À FIN MARS SUR LES DETTES D'ENGAGEMENTS SOCIAUX...

Après une baisse installée depuis plusieurs mois avec un plus bas atteint à fin août 2019, les taux d'intérêt à long terme ont amorcé une légère remontée en fin d'année. La crise de confiance et le ralentissement économique provoqués par la pandémie du covid-19

ont accéléré cette augmentation durant le mois de mars. Au cours de ce mois, une hausse des taux supérieure à 100 points de base a été enregistrée sur plusieurs indices de référence des taux d'emprunt obligataire d'entreprise AA à dix ans (indices de taux Iboxx, Bloomberg, fourchette de taux du SACEI(1)), et dans une moindre mesure, les taux d'emprunt d'Etat ont également affiché une remontée (graphique ci-contre).

L'évaluation actuarielle des passifs sociaux au titre des engagements de retraite est encadrée par la norme IAS 19 et repose sur la détermination de plusieurs hypothèses économiques et financières, parmi lesquelles le taux d'actualisation constitue un élément central. Le taux d'actualisation doit correspondre au rendement des obligations d'entreprise de première catégorie en considération de la date de clôture et de la durée des engagements ainsi que de la devise du plan. Dans la pratique, les taux d'actualisation sont déterminés sur la base des titres émis par des sociétés notées à minima AA, et sont par conséquent volatils. Les montants des provisions d'engagement de retraite sont ainsi généralement révisés à chaque clôture annuelle et trimestrielle par les grands groupes en fonction de la matérialité des variations de taux enregistrées.

Pour illustrer la très grande sensibilité des chiffrages, nous relevons que sur la base des niveaux de taux observés entre fin décembre 2019 et fin mars 2020, une hausse de l'ordre de 70 à 80 points de base sur les taux longs d'emprunt

d'entreprise peut entraîner une révision à la baisse de l'ordre de 8 % à 12 % sur les engagements de retraite selon leur nature et durée.

## ...ET L'IMPACT SUR LEUR NIVEAU DE COUVERTURE

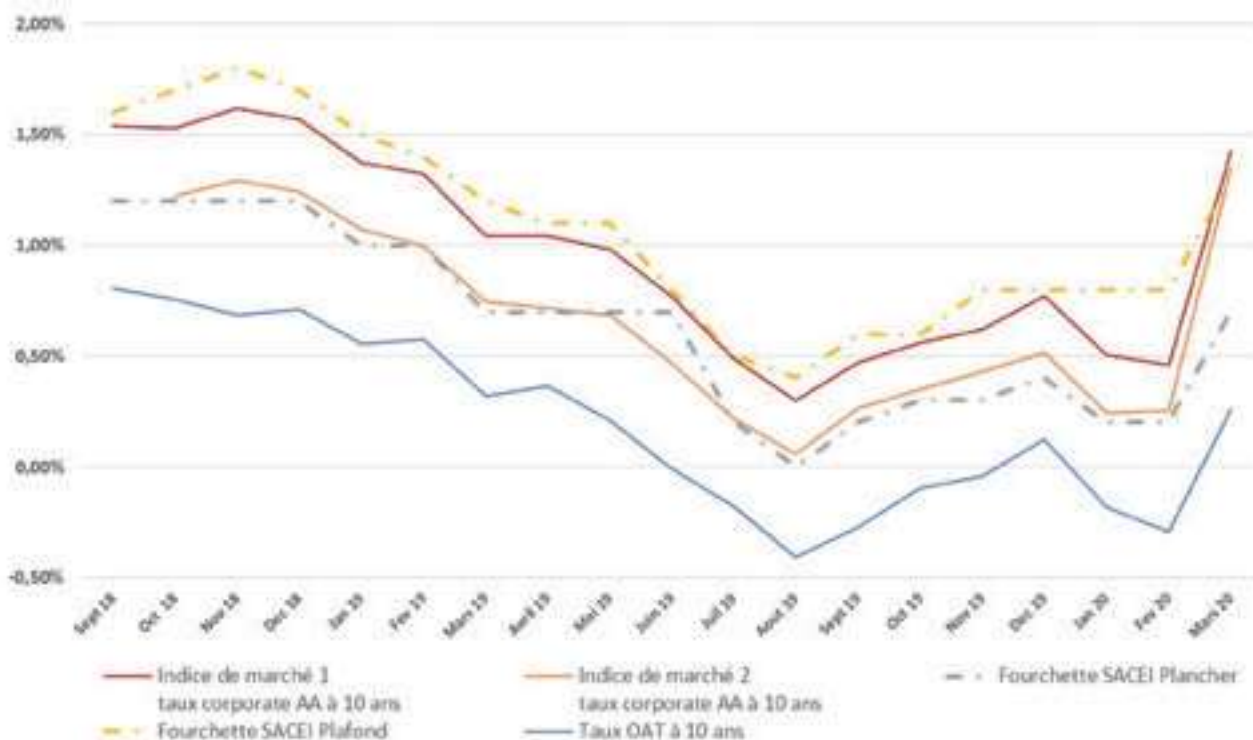
La provision de retraite s'appuie sur deux piliers, la dette valorisée actuariellement et le montant de son actif de couverture venant en déduction de la dette. Aux impacts bruts de la crise sanitaire et financière mesurés sur la dette, peuvent ainsi s'ajouter ceux mesurés sur les actifs financiers préfinançant en partie ces régimes. Pour se donner un ordre d'idée, le baromètre 2019 des engagements de retraite des sociétés du CAC 40 établi par le cabinet Galea (2) fait état d'un niveau de préfinancement des avantages sociaux d'environ 63 %, avec un taux de couverture très variable en fonction des entreprises concernées. Il représente par exemple moins de 20 % des engagements pour Orange, Carrefour ou Unibail-Rodamco-Westfield, et plus de 90 % pour Pernod Ricard, L'Oréal et PSA.

Toutefois, la couverture des régimes français de retraite d'entreprise reste encore très largement gérée sur les fonds en euro des principales compagnies d'assu-

(1) Fourchettes de taux établies mensuellement par le Syndicat des actuaires conseils et actuaires experts indépendants, à destination de l'actualisation des engagements sociaux.

(2) <http://www.galea-associes.eu/2019/09/barometre-2019-des-engagements-de-retraite-du-cac-40/>

Evolution des taux d'intérêt à long terme depuis septembre 2018  
(taux d'emprunt corporate AA et OAT 10 ans, fin de mois)



rance en retraite collective. Ces fonds en euro assurent une garantie du capital placé par l'entreprise et leur valorisation est par nature moins volatile que celle des placements en unités de compte faisant porter le risque financier aux assurés. En premier ordre, la hausse des taux d'emprunt et la baisse des marchés d'actions enregistrées dans le contexte de crise du covid-19 devraient donc entraîner une diminution des passifs sociaux de retraite à fin mars pour les entreprises si elles jugent significatives les variations engendrées par les taux.

Un effet de second ordre sur les actifs de couverture gérés sur les fonds en euro portera sur la rémunération escomptée. A court terme (2020), les difficultés rencontrées par certains secteurs économiques et la révision à la baisse ou la suspension des versements de dividendes limiteront probablement le rendement des poches diversifiées des fonds en euro. A moyen

terme, les fonds en euro pourraient-ils tirer parti de la hausse des taux si elle se maintient ? La prudence est de mise car l'évolution des taux reste encore très incertaine et parce que les besoins d'adossés des engagements longs de retraite conduisent les compagnies d'assurance à détenir leurs actifs obligataires à terme, engendrant structurellement une forte inertie du rendement du fonds en euro.

L'érosion observée sur les cinq dernières années sur les fonds en euro en retraite collective devrait donc vraisemblablement se poursuivre. A titre indicatif, d'après le dernier *benchmark* réalisé par Galea sur les fonds généraux euro en retraite collective, le taux de rendement (3) moyen (non pondéré) a perdu 79 points de base entre 2015 et 2019, passant de 3,51 % au 31 décembre 2015 à 2,72 % au 31 décembre 2019.

L'obligation introduite par la loi Pacte de créer des cantons finan-

ciers à horizon 2023 pour gérer les engagements de retraite pourrait à terme rebattre les cartes.

**QUELS EFFETS SUR LES POLITIQUES DE RESSOURCES HUMAINES ET QUELS LEVIERS DE PILOTAGE DE LA TRÉSORERIE ?**

Bien que des diminutions de provisions pourront être constatées grâce au niveau des taux d'actualisation lors de cette clôture trimestrielle, beaucoup d'incertitudes vont peser sur les régimes d'avantages aux salariés dans les prochains temps.

Retenons en effet que le pilotage et la valorisation de ces régimes

(3) Le taux de rendement s'entend net des frais de gestion financière et brut des engagements contractuels (ces derniers sont propres à chaque contrat d'assurance). Les rendements communiqués par les assureurs n'ont pas fait l'objet d'un audit de la part des équipes Galea.

Taux de rendement brut (%)	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Moyen (non pondéré)	3,51%	3,14%	3,01%	2,93%	2,72%
Minimum	3,00%	2,45%	2,20%	2,20%	2,37%
Maximum	3,90%	3,65%	3,55%	3,45%	3,35%
Médian	3,58%	3,08%	3,00%	2,97%	2,64%

Tableau 1 – Taux de rendement brut du fonds général retraite des assureurs du panel (4) GALEA entre 2015 et 2019

demeurent étroitement liés à l’environnement économique et financier. Or, les incertitudes sont encore fortes sur la reprise de l’économie et les évolutions futures des niveaux de taux : d’un côté, la crise de confiance sur les marchés pourrait s’installer et marquer un maintien des niveaux haussiers de taux, de l’autre, l’intervention volontaire des banques centrales pour accompagner les politiques de dépenses publiques pourrait déboucher sur des tensions inflationnistes à moyen terme.

Du côté du chiffrage des engagements de retraite, l’inflation, si elle repart à la hausse compte tenu de la politique monétaire déployée et de l’activité économique constatée « post guerre », pourrait avoir un effet inverse à celui du taux d’actualisation et alourdir les dettes des entreprises au regard de ses engagements sociaux. Toutefois, il y a encore trop peu de visibilité sur l’horizon et le niveau d’une prochaine reprise économique et les prévisions d’inflation à long terme ne seront donc peut être revues que modérément à la hausse

d’ici à la fin d’année.

Au-delà des marchés financiers, l’ampleur de la crise que nous traversons risque d’avoir des conséquences sur l’ensemble des politiques de ressources humaines. Bien que des mesures drastiques soient actionnées afin de préserver l’emploi au maximum, il est fort à craindre que les entreprises renvoient à la baisse leurs politiques de rémunération directe et indirecte. D’autres nouveautés réglementaires seront source de variation de ces régimes, il s’agit entre autres de la fin des régimes à prestations définies imposée par la réglementation européenne et dont les modalités pratiques tardent à être publiées en France mais aussi les nouveautés introduites par la loi Pacte comme le nouveau produit de Plan d’épargne retraite, le PER, et la réforme des retraites pour les régimes obligatoires, même si beaucoup doutent de sa publication courant 2020.

Enfin, les phénomènes décrits jusqu’ici n’ont que peu d’impacts immédiats sur la trésorerie des

entreprises. Les réelles marges de manœuvre dans la gestion de la trésorerie résident dans le report d’un ensemble de charges sociales et fiscales ainsi qu’aux accès facilités aux prêts, avec la garantie de l’Etat. En matière de protection sociale complémentaire, les cotisations versées aux organismes assureurs (santé, prévoyance, retraite) peuvent aussi être reportées, bien que les budgets concernés soient bien moindres, ils peuvent toutefois représenter quelques pourcents de la masse salariale. Le versement des sommes issues de l’intéressement et de la participation peut également être décalé d’ici à la fin de l’année (ces enjeux sont très variables selon les structures, de 0 à 25 % de la masse salariale). ■

(achevé de rédiger le 21 avril)

(4) Panel constitué des 10 organismes assureurs faisant partie du top 10 des acteurs du marché de la retraite supplémentaire : ils représentent plus de 85% du chiffre d’affaires de ce marché à fin 2018 et plus de 80% des encours à fin 2018 (source ARGUS).

