

Market Musings 03/26

Réservé aux investisseurs professionnels

L'impact des réformes des retraites sur les marchés européens du crédit

Sur plusieurs marchés européens, les systèmes de retraite font l'objet de réformes visant à renforcer leur viabilité à long terme face aux pressions démographiques et budgétaires. Les Pays-Bas sont considérés comme l'un des cas les plus avancés, illustrant les grandes tendances de la réforme des retraites, en particulier le passage de garanties collectives à un capital retraite plus individualisé et à un partage des risques.

Le système de retraite néerlandais est l'un des plus importants et des plus sophistiqués au monde, avec un actif total dépassant 1 800 milliards d'euros et couvrant environ 11 millions de cotisants. La loi « Future of Pension Act » des retraites (Wet Toekomst Pensioenen – WTP) aux Pays-Bas, entrée en vigueur le 1er juillet 2023, représente la plus grande refonte du système de retraite depuis l'introduction du système moderne en 1957. L'adoption de la WTP est l'aboutissement d'un vaste processus de réforme, motivé par des pressions démographiques persistantes et des inquiétudes quant à la viabilité financière du système de retraite depuis le début des années 2000, notamment en raison de la volatilité des taux de financement et du mécontentement politique et sociétal face à l'absence d'indexation au cours de la période 2008-2019.

Un paysage en mutation pour les systèmes de retraite

Suite à l'introduction de la WTP, tous les fonds de pension sont tenus de passer d'un régime de prestations définies (Defined Benefit – DB) à un régime de capitalisation (Defined Contribution – DC) combiné à un élément d'investissement collectif et de partage des risques. Les versements de prestations à vie seront maintenus et la mutualisation des risques liés à la longévité et aux chocs d'investissement est partiellement conservée. La période de transition pour les

fonds de pension s'étend jusqu'au 1er janvier 2028. Ce changement marque la fin des promesses de retraite fixes du passé, l'adoption d'un risque d'investissement lié à l'âge et la constitution d'un capital de retraite individuel pour chaque affilié.

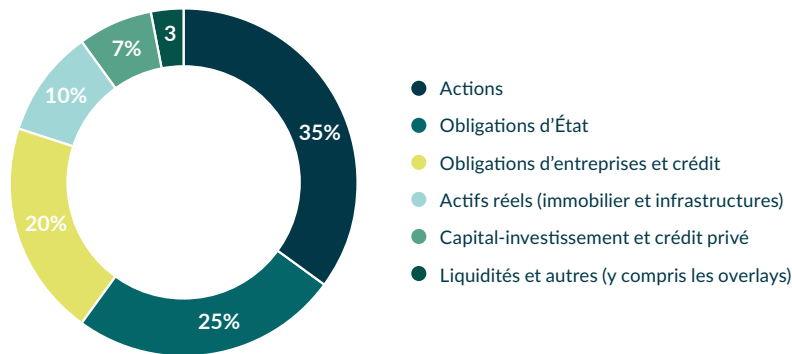
En tant que l'un des principaux groupes d'investisseurs institutionnels d'Europe, les fonds de pension néerlandais ont historiquement joué un rôle central dans la formation de la demande d'obligations d'État à long terme, de swaps de taux d'intérêt et de titres de crédit de haute qualité. Dans le cadre du WTP, on estime que les droits collectifs accumulés (DB) au titre des régimes à prestations définies seront convertis en capital de retraite individuel, ce qui constituera l'une des plus importantes réallocations d'actifs de l'histoire européenne. Il est clair que la transition vers le nouveau système de retraite implique un changement structurel, qui devrait avoir un impact profond sur la demande dans l'ensemble de l'univers du Crédit.

Implications en matière d'investissement

Pour les fonds de pension néerlandais, l'accent est de moins en moins mis sur la gestion du ratio de financement et de plus en plus sur l'obtention de rendements d'investissement à long terme plus durables. Cette évolution incite à

reconsidérer l'équilibre entre les actifs perçus comme « plus sûrs » et les catégories à « plus haut risque », ainsi qu'à réévaluer les stratégies de couverture de la durée. En conséquence, des réallocations significatives entre les placements obligataires, le crédit et les placements alternatifs sont attendues. Ces dynamiques observées aux Pays-Bas reflètent les tendances généralement observées lorsque les fonds de pension passent à des cadres de retraite plus individualisés.

Graphique 1 : Composition estimée de l'actif global des fonds de pension néerlandais en 2025



Source : Tableaux de bord de la DNB

Les fonds de pension néerlandais relevant de l'ancien FTK (Financieel Toetsingskader) détiennent, en moyenne, un quart de leurs portefeuilles en obligations souveraines et environ 45 % en Crédit au total. Dans le cadre du WTP, on s'attend à ce que les fonds de pension néerlandais réduisent progressivement leurs positions en obligations d'État à très long terme (30 à 50 ans) ainsi qu'en swaps de taux d'intérêt à long terme, qui sont principalement utilisés pour la couverture des engagements au titre des régimes à prestations définies. L'allocation d'actifs évolue donc afin de permettre aux portefeuilles de prendre davantage de risques d'investissement en fonction de l'âge au sein des cohortes.

Pour les investisseurs en crédit européen, ces changements structurels ont des implications claires. Les courbes de swap en euros pourraient s'accroître avec une dépendance réduite aux couvertures à longue durée. Le rééquilibrage des portefeuilles devrait avoir un impact sur la demande de crédit d'entreprise, de titres adossés à des actifs et d'instruments supranationaux.

Les fonds de pension devant poursuivre leur transition jusqu'en 2028, les investisseurs sur le marché du crédit doivent se préparer à une volatilité ponctuelle, à des flux de rééquilibrage importants et sporadiques, ainsi qu'à des conditions de liquidité changeantes, en particulier aux dates clés de la transition.

Ce que nous avons observé jusqu'à présent

Environ un tiers des fonds de pension aux Pays-Bas ont désormais effectué la transition vers le nouveau système. Les anticipations d'une volatilité accrue autour du 1er janvier 2026 se sont révélées infondées pour certains acteurs du marché, en particulier les hedge funds qui s'attendaient à une pentification de la courbe des swaps de taux d'intérêt. Au contraire, la courbe des swaps s'est aplatie depuis le 31 décembre 2025.

La plupart des fonds ayant effectué la transition le 1er janvier 2026 ont commencé à repositionner leurs portefeuilles à l'avance lorsque les taux ont baissé (« voorsorteren »). Les fonds de petite et moyenne taille ont pu réduire rapidement leur durée, souvent en quelques semaines et, dans certains cas, en quelques jours. Les fonds de plus grande taille n'ont toutefois pas été en mesure de repositionner leurs portefeuilles dans un délai court sans perturber le marché. Ces fonds ont progressivement réduit leur durée sur une période de plusieurs mois et cela, combiné au repositionnement préalable des hedge funds, a pu entraîner un élargissement des spreads au second semestre 2025. Les fonds de plus grande taille semblent avoir cessé de vendre de la durée en janvier 2026, réduisant ainsi la pression à la baisse sur les taux longs.

Graphique 2 : Courbe des swaps de taux d'intérêt en euros (swaps 10 ans/30 ans en euros)



Source : Bloomberg, données au 20-02-2026

Moins de la moitié des fonds de pension ayant basculé vers le nouveau système ont augmenté leurs ratios de couverture avant la transition vers le nouveau système de retraite afin de préserver leurs ratios de couverture, en particulier entre septembre et novembre 2025, lorsque les taux d'intérêt affichaient une tendance à la hausse. Les swaptions ont constitué les instruments de couverture privilégiés, s'avérant efficaces dans un environnement de baisse des taux. La majorité des fonds a réduit ses couvertures au cours de la dernière période précédant la transition. Un fonds a utilisé des swaptions pour « automatiser » la réduction de la couverture après la transition vers le nouveau système de retraite, tout en conservant le potentiel de hausse.

Perspectives de Van Lanschot Kempen sur l'allocation d'actifs

Van Lanschot Kempen agit en tant que Gestionnaire Fiduciaire pour plusieurs fonds de pension (actifs de retraite totalisant environ 60 milliards d'euros) et fournit des solutions d'investissement et des conseils sur mesure, en mettant fortement l'accent sur l'accompagnement de la transition vers le nouveau système de retraite. Nous observons une évolution progressive vers des stratégies d'allocation d'actifs plus audacieuses, à mesure que les fonds se préparent à un investissement en fonction de l'âge dans le cadre du nouveau système. Dans ce cadre, les fonds de pension réduisent leur exposition aux obligations d'État à très long terme (20 ans +), aux obligations d'entreprises et aux prêts hypothécaires notés « high grade », et réallouent leurs actifs vers des actifs à plus haut risque. Dans le

domaine du Crédit en particulier, cela se traduit par une préférence pour les instruments dont la durée est inférieure à 15 ans, qui correspondent mieux aux profils de durée plus courts requis par le nouveau cadre d'investissement.

Contrairement à de nombreux autres acteurs du marché, nous ne prévoyons pas, à ce stade, de rotation importante vers les obligations d'entreprises. Jusqu'à présent, nous avons constaté une vente nette d'obligations de la part de nos clients, des fonds de pension néerlandais, comprise entre 7 % et 12 %.

Le plus grand fonds de pension néerlandais ayant opéré cette transition a adopté une allocation plus importante en actifs de croissance, soutenue par une structure de cycle de vie alignée sur le WTP, avec des couvertures à long terme réduites et une flexibilité intégrée permettant un rééquilibrage à mesure que les cohortes progressent dans le profil d'âge.

Compte tenu de la part accrue de « rendement » dans les portefeuilles de cycle de vie des fonds de pension néerlandais, nous nous attendons à une allocation accrue aux actifs à rendement plus élevé, notamment les actions, les prêts directs, les actifs d'infrastructure, le capital-investissement et le crédit opportuniste.

Le plus grand fonds de pension néerlandais devant effectuer sa transition le 1er janvier 2027, les investisseurs en crédit européen pourraient être confrontés à une année marquée par des flux de rééquilibrage et une volatilité périodique, ce qui crée à la fois des risques et des opportunités sur les marchés obligataires européens.

Conclusion

L'expérience néerlandaise offre une étude de cas précieuse pour comprendre les implications plus larges de la réforme des retraites sur les marchés obligataires européens. Les fonds de pension néerlandais sont des institutions de taille importante, sophistiquées et/ou sont conseillés par de grands gestionnaires fiduciaires bien établis. Ces entités sont pleinement conscientes que les swaps à plus longue échéance peuvent être illiquides et feront tout leur possible pour ne pas perturber les prix dans ce domaine.

De plus, nous ne prévoyons pas d'augmentation de l'allocation aux investissements en titres de crédit Investment Grade et High Yield, contrairement aux prévisions de la Deutsche Bank qui table sur des investissements de 40 à 75 milliards d'euros dans les titres Investment Grade et d'environ 10 à 20 milliards d'euros dans les titres High Yield. Les investissements dans les obligations d'État, les obligations hypothécaires et les obligations supranationales diminueront, mais, tout bien considéré, ces fonds seront réinvestis dans des actifs à plus haut risque tels que les actions et les placements alternatifs illiquides.

Auteur de ce « Market Musing »



Lizelle du Plessis
Gérante Crédits

 Follow Lizelle on LinkedIn

Avertissement

Van Lanschot Kempfen Investment Management NV (VLK Investment Management) est agréée en tant que gestionnaire de divers OPCVM et FIA et autorisée à fournir des services d'investissement ; à ce titre, elle est soumise à la surveillance de l'Autorité néerlandaise des marchés financiers. Le présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne contient pas suffisamment d'informations pour fonder une décision d'investissement. Il ne contient ni conseil en investissement, ni recommandation d'investissement, ni analyse, ni invitation à acheter ou à vendre des instruments financiers, et ne doit pas être interprété comme tel. Les opinions exprimées sont celles en vigueur à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Les déclarations relatives à la durabilité sont fournies à titre informatif uniquement et ne garantissent pas une meilleure performance ni une réduction du risque.

Investir dans des titres de créance libellés en euros comporte des risques, notamment le risque de taux d'intérêt, le risque de crédit (y compris le risque de dégradation de la notation et de défaut), le risque de liquidité et le risque de marché général. La valeur des investissements peut fluctuer et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initialement investi. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. La valeur des investissements peut fluctuer et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initialement investi.



**VAN LANSCHOT
KEMPEN**

16 Cours Albert 1er
75008 Paris
France



[vanlanschotkempfen.com/
investment-management](https://vanlanschotkempfen.com/investment-management)



Follow us on [LinkedIn](#)