

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 11 juillet 2018 à 9h30

« Engagements, réserves et dettes du système de retraite »

Document n° 7

<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Provisionnement et politique de placement : quelles politiques, quelles stratégies ? Exemple de l'Agirc-Arrco.

Philippe Goubeault, Direction financière, Agirc-Arrco

RESERVES TECHNIQUES DE L'AGIRC-ARRCO

La gestion d'un régime fonctionnant en répartition consiste, de période en période, à équilibrer les charges par les ressources.

Ce système ne nécessite, en théorie, aucune accumulation de fonds, les retraites étant garanties, non pas par des provisions, mais par la permanence des ressources, et aussi par l'engagement moral des gestionnaires (les Partenaires sociaux) de toujours maintenir des conditions d'équilibre financier n'entrant pas en contradiction avec la mission sociale du régime.

Les conditions théoriques de la permanence d'un strict équilibre financier du régime, sont très rigoureuses, les caractéristiques des populations concernées devant être constantes (rapport démographique, égal au rapport de l'effectif des participants actifs à celui des participants retraités, structure des salaires ou des revenus). Dans la pratique, suivant les modalités de fonctionnement, des décalages de temps entre l'encaissement des ressources et le paiement des retraites génèrent des besoins en fonds de roulement, et la gestion des équilibres entre charges et ressources s'effectue, non pas année par année, mais sur des périodes pluriannuelles, ce qui implique l'existence de réserves de financement.

LA RESERVE TECHNIQUE DE FONDS DE ROULEMENT

Le régime recouvre ses ressources à terme échu (pour l'essentiel des cotisations) et effectue le paiement des allocations à terme à échoir. Les ressources ont ainsi un retard sur les dépenses qu'elles financent.

La réalisation des opérations de retraite nécessite donc la détention d'une réserve de fonds de roulement dont le montant est fonction de ce retard (de l'ordre de 2 mois de cotisations pour un fonctionnement mensuel, à l'équilibre, et de 6 mois de cotisations pour un fonctionnement trimestriel ce qui était le cas de l'ensemble Agirc-Arrco avant 2014).

Le régime doit toujours disposer de moyens suffisants pour alimenter sa réserve de fonds de roulement qui suit l'évolution du volume de ses opérations (évolution en fonction de la progression des ressources et des charges d'allocations).

La gestion des équilibres commande par conséquent de conduire le régime suivant un cheminement du rapport de charges annuel (rapport des charges d'allocations, aux ressources nettes du régime), en dessous de 100%, des excédents venant alors alimenter régulièrement la réserve de fonds de roulement. Hors produits financiers, le rapport de charges de strict équilibre se situe, non pas à 100%, mais à un niveau inférieur, d'autant moindre que sont importants la taille et l'accroissement de la réserve de fonds de roulement.

Cette réserve se compose de disponibilités et d'actifs représentatifs de créances (cotisations à recevoir, allocations payées d'avance).

Seules des liquidités résiduelles, correspondant à des cotisations encaissées, peuvent entre deux échéances d'allocations faire l'objet de placements à court terme. La rémunération de la réserve de fonds de roulement est en conséquence bien inférieure à celle qui serait obtenue si les actifs représentatifs pouvaient être continûment placés et rémunérés.

Les produits financiers de la gestion des actifs mobilisés pour la trésorerie des opérations de retraite ne contribuent ainsi que très faiblement au financement de l'accroissement de la réserve de fonds de roulement.

Trois contraintes résultent donc du rythme de fonctionnement du régime :

- une nécessaire détention de fonds, mobilisés pour la trésorerie, à l'exclusion de tout autre emploi, et par conséquent indisponibles pour la gestion des équilibres financiers pluriannuels du régime,
- une alimentation annuelle des fonds de roulement en fonction de l'accroissement des ressources et des charges,
- un rendement financier très faible (voir nul) des fonds mobilisés pour la trésorerie.

Le concept technique d'un régime par répartition consiste en une conduite de flux financiers. La recherche des conditions de l'équilibre financier, sous l'éclairage du seul compte de résultat et d'une projection de valeurs annuelles des ressources et des charges, néglige le bilan, notamment en ne considérant pas l'accroissement annuel des actifs mobilisés pour la trésorerie. Les besoins en fonds de roulement peuvent cependant porter sur des financements importants et contraindre fortement la gestion technique des opérations de retraite.

En période de déséquilibre, un financement complémentaire doit être trouvé pour compenser le déficit technique du régime, auquel s'ajoute l'indispensable alimentation de la réserve de fonds de roulement. En période excédentaire, le régime n'assure complément son équilibre que si son résultat couvre au moins l'intégralité de l'accroissement des fonds mobilisés pour la trésorerie.

Pour réduire les contraintes liées à la trésorerie des opérations de retraite de l'Agirc-Arrco, les Partenaires sociaux ont décidé de raccourcir le rythme de fonctionnement en passant d'un paiement trimestriel des allocations à un paiement mensuel à effet du 1^{er} janvier 2014, et pour la grande part des cotisations, d'un recouvrement trimestriel à un recouvrement mensuel à compter du 1^{er} janvier 2016. Cette mensualisation diminue pour toutes les années suivantes d'environ deux tiers (4 mois sur 6) la contrainte d'alimentation annuelle du fonds de roulement, et a réduit en même proportion le niveau des fonds mobilisés pour la trésorerie. Les liquidités ainsi libérées, d'un montant global estimé à 17 milliards d'euros, ont été affectées à la réserve de financement disponible pour la gestion pluriannuelle du dispositif.

Selon le plan comptable des institutions gestionnaires du dispositif de retraite complémentaire Agirc-Arrco, deux réserves sont distinguées au passif du bilan, la réserve de financement et la réserve de fonds de roulement. A l'actif, les fonds représentatifs de la réserve de financement sont gérés séparément des fonds constitutifs de la réserve de fonds de roulement. Les institutions recouvrent mensuellement les cotisations, à terme échu, et effectuent mensuellement le paiement des allocations à terme à échoir. La réserve de fonds de roulement est donc en ordre de grandeur équivalente à deux mois d'activité (la taille de la réserve de fonds de roulement est en fait légèrement supérieure, le rythme de recouvrement des cotisations restant trimestriel pour les entreprises de moins de 10 salariés).

Au 31 décembre 2017, la réserve de fonds de roulement du dispositif de retraite complémentaire Agirc-Arrco s'élevait à 11,35 Md€. Le montant global des disponibilités en représentation de cette réserve atteignait 6 Md€ (hors opérations de l'AGFF gérées distinctement) dont 2,6 Md€ de placements de trésorerie et 3,4 Md€ de liquidités en comptes courants bancaires. La part en complément, constituée de créances, était donc de 5,35 Md€.

Les institutions Agirc et Arrco avaient 96% de leurs placements de trésorerie réalisés en OPCVM monétaires et les 4% restants étaient investis dans des produits bancaires (livrets et comptes rémunérés).

Dans le contexte actuel de taux court terme négatifs, la performance annuelle des OPCVM utilisés en 2017 a été de -0,19% (soit Eonia capitalisé +0,16%).

Les placements de trésorerie sont cependant de très courte durée, et les autres actifs (comptes courants bancaires, créances sur entreprises ou sur allocataires) ne sont pas rémunérés.

Le rendement financier des fonds mobilisés pour la trésorerie a donc été pratiquement de 0% en 2017.

LA RESERVE TECHNIQUE DE FINANCEMENT

L'équilibre entre charges et ressources ne peut en pratique être réalisé année par année. Le régime doit donc disposer de fonds à titre de volant de sécurité, pour pallier tout écart entre prévision et résultat constaté, et pour se prémunir de toute perturbation imprévue, notamment les fluctuations de la conjoncture. Ces fonds sont destinés à couvrir des manques de financement temporaires, d'amplitude relativement marginale. A la question de leur niveau, aucune réponse scientifique n'a jamais été donnée. Cependant, plus une réserve est de montant important, plus elle a de capacité, après un prélèvement, de contribuer à se régénérer par ses propres produits financiers.

Une réserve de financement peut également être constituée à titre d'élément de l'équation d'équilibre des opérations de retraite sur plusieurs années. La détermination des paramètres de fonctionnement du régime (niveau des allocations, taux de cotisation, âge de la retraite), par exemple un lissage dans le temps des dispositions prises pour leur ajustement, intègre donc la variation de ces réserves sur une période pluriannuelle (accumulation ou consommation en cas de période déficitaire transitoire).

Un régime contributif, dont le financement est pour l'essentiel constitué de contributions des participants actifs et de leurs employeurs, pilote ses opérations de retraite en projetant ses ressources et ses charges sur une période d'un certain nombre d'années, généralement glissante.

Ces projections, tenant compte d'un niveau initial des réserves, décrivent les évolutions de la situation financière du régime, sous différentes hypothèses, et par conséquent les niveaux prévisionnels de réserves en fin de période.

Les principes suivants président à ces projections :

- la période pluriannuelle retenue doit être relativement courte. Au-delà de 10 ans, les projections n'ont plus guère de signification pour la fixation du jeu des paramètres de fonctionnement.
- par prudence, les hypothèses de croissance doivent être modérées. Une expansion soutenue (démographique, l'effectif des cotisants, ou économique, les salaires) est très favorable à la conduite d'un régime. Toute extrapolation sur la base d'une hypothèse de croissance excessive, a pour conséquence, en cumulé sur plusieurs années, de masquer l'intensité des contraintes auxquelles le régime sera soumis.

- les gestionnaires du régime doivent toujours tenir compte de la situation à l'issue de la période de projection, au vu d'études prospectives de plus long terme. Le niveau des réserves en fin de période, notamment, doit correspondre à un maintien de conditions normales de fonctionnement pour la période suivante.

L'accord National Interprofessionnel du 17 novembre 2017, prévoit une revue des paramètres du régime Agirc-Arrco tous les quatre ans, par accords des Partenaires sociaux, une appréciation des équilibres à moyen et long terme sur une durée de 15 ans, et un ratio de sécurité selon lequel le régime doit disposer, à tout moment, d'une réserve de financement équivalent à 6 mois de prestations.

La réserve technique de financement, élément de l'équation d'équilibre pluriannuel du régime, ne représente aucun engagement de retraite. Elle résulte des contraintes et nécessités de la conduite technique du régime.

GESTION FINANCIERE DE LA RESERVE DE FINANCEMENT

Une des difficultés de sa gestion est la définition de l'allocation des actifs financiers ainsi accumulés, surtout en phase de désinvestissements. Pour une période à venir déficitaire, l'évaluation des flux de désinvestissements futurs probables, calculée en valeur actuelle, donne pour cette période une estimation de la part de la réserve détenue qui répondra aux contraintes de passif du régime. Le nombre d'années considéré et l'échéancier probable des désinvestissements sont des informations indispensables pour la détermination du niveau actuel de la part de réserve qui sera mobilisée dans la période, et la définition d'une allocation d'actifs en adéquation avec ces contraintes de passif.

Le régime Agirc-Arrco dispose de réserves techniques supérieures à ses contraintes de passif correspondant à un horizon de moyen terme. L'allocation stratégique de son portefeuille global a donc pu être construite suivant une analyse actif-passif portant sur une stratification des réserves en fonction de deux périodes de gestion successives.

Une première strate de court terme destinée à couvrir les désinvestissements à effectuer dans la période de court terme considérée. Pour en assurer la disponibilité, l'actif est investi en placements de court terme, pour partie selon une logique d'adossement. Le portefeuille correspondant est donc construit par référence explicite à l'échéancier des sorties de fonds.

Une deuxième strate de moyen-long terme représente la part des fonds détenus qui excède le montant total des actifs mobilisés à court terme. Pour cette strate, la construction du portefeuille est faite implicitement par référence à une durée (par convention de l'ordre de 8 à 10ans).

Portefeuilles de valeurs mobilières (M€)	TOTAL AGIRC-ARRCO	
	Valeur d'actif	Valeur de marché
Strate moyen long terme	46 265	55 397
Strate court terme	7 015	7 101
Réserve technique de financement	53 280	62 498

Pour les fonds gérés dans une optique de moyen / long terme, la définition de l'allocation d'actifs stratégique dépend de la tolérance au risque des Instances du régime. Elle est difficilement quantifiable, mais la pratique observée sur plusieurs années en donne une certaine appréhension.

A cet égard, l'orientation stratégique, 30% actions et 70% produits de taux, retenue par les commissions financières de l'Agirc et de l'Arrco, est une référence. Les Instances ont confirmé cette allocation de référence pour l'orientation de la gestion du portefeuille de valeurs mobilières représentatif de la strate de moyen-long terme.

L'allocation stratégique d'actifs comporte, bien entendu, une dimension politique importante, par l'appréciation du risque qu'elle implique et les hypothèses économiques et financières qui en sous-tendent la spécification.

Au 31 décembre 2017, le positionnement moyen des institutions traduisait une surpondération des actions, la proportion dans le portefeuille global étant de 33,7% pour 30% dans l'allocation de référence.

Réserves de financement Agirc Arrco - Strate moyen long terme
Au 31 décembre 2017 (en M€)

Poche taux	36 716	66,3%
Dont emprunts d'Etats	10 884	19,6%
Dont Assimilés Etats	5 803	10,5%
Dont titres de crédit	19 411	35,0%
Dont hors euro	178	0,3%
Dont disponibilités	619	1,1%
Poche actions	18 680	33,7%
Dont actions euro	15 215	27,5%
Dont actions hors euro	2 675	4,8%
Dont obligations convertibles	356	0,6%
Dont produits de diversification et autres	435	0,8%
Total	55 397	100,0%

Les titres français, obligations et actions, constituaient un tiers de la strate moyen / long terme, soit 18,3 Md€. Les emprunts de l'Etat français et assimilés s'élevaient à un total de 5,9 Md€, représentant 10,6% de la strate.

Réserve de financement - Strate moyen/long terme
Au 31 décembre 2017

En Md€	France	Poids des titres français
Emprunts d'Etats et assimilés	5,86	10,6%
Titres de crédit	5,27	9,5%
Actions et assimilés	6,06	10,9%
FPCI et autres	0,25	0,5%
Monétaire	0,83	1,5%
Total général	18,27	33,0%

L'encours global de l'ISR (total des fonds gérés avec prise en compte des critères extra-financiers ESG) atteignait fin 2017 plus de 20 Md€.

MODALITES DE LA GESTION FINANCIERE

Au sein de l'ensemble Agirc-Arrco, la gestion du régime est décentralisée. Les réserves techniques (réserve de fonds roulement et réserve de financement) attachées à la réalisation des opérations de retraite sont réparties entre toutes les institutions et la Fédération. La strate de court terme de la réserve de financement est cependant gérée en central par la Fédération qui intègre les prélèvements opérés sur ces fonds dans les mouvements de compensation financière entre les institutions.

Une institution Agirc-Arrco exerce sa responsabilité de gestionnaire de la quote-part des réserves qui lui est confiée, dans le respect :

- du règlement financier arrêté par le Conseil d'administration de la Fédération,
- des orientations définies par la Fédération, notamment l'allocation d'actifs stratégique de la réserve de financement. Le Conseil d'administration d'une institution n'a, par conséquent, pas de responsabilité en matière d'allocation stratégique.

Le règlement financier définit l'univers d'investissement des institutions (règles d'éligibilité et de dispersion des actifs). Selon son principe, tout investissement (ou toute opération) non explicitement autorisé est interdit. Il définit un cadre prudentiel, en précisant les limites d'exposition aux risques correspondant aux différentes catégories d'actifs autorisés.

Le règlement financier constitue, non pas un code opposable à des acteurs indépendants d'un même domaine d'activité, mais un corps de règles, principalement de cadrage, applicable aux gestions des institutions composantes d'une complète solidarité. Il est partie intégrante d'un ensemble de dispositions de pilotage et de contrôle par la Fédération.

La compensation financière organisée par la Fédération entre les institutions permet à chacune de disposer des liquidités nécessaires au paiement des échéances d'allocations, et place toutes les institutions dans une même perspective technique, en conformité avec celle attendue du pilotage pluriannuel du régime. La Fédération peut donc donner à toutes les institutions les mêmes instructions d'orientation stratégique, et assurer ainsi la cohérence des gestions financières de moyen-long terme.

Les institutions et la Fédération délèguent à des sociétés de gestion la presque totalité de la réserve de financement (93% de l'encours global), dans le cadre de conventions de gestion (fonds dédiés) ou de mandats.

Réserves de financement Agirc et Arrco Au 31 décembre 2017 (en M€)

Modes de gestion	Sociétés de gestion internes (ou partenaires)	Sociétés de gestion externes	Gestion directe (y compris OPC ouverts)	Total général
Total institutions	27 722	10 872	714	39 308
	71%	28%	2%	
Fédérations	0	19 820	3 370	23 190
Total général	27 722	30 692	4 084	62 498
	44%	49%	7%	

Les sociétés de gestion délégataires étaient au nombre de 39 à fin 2017, dont 8 sociétés de gestion internes (appartenant aux GPS) ou partenaires.

MOBILISATION DE LA RESERVE DE FINANCEMENT

Sur toute la période depuis 2007, dernière situation avant la crise financière de 2008 et l'entrée en déficit de l'ensemble Agirc-Arrco en 2009, des sommes très importantes ont été prélevées sur la réserve technique de financement pour assurer le paiement des allocations. Ces prélèvements ont atteint un montant global de 36,8 Md€.

A fin 2017, ce prélèvement global a été plus que compensé par les apports résultant de la réaffectation d'une fraction des réserves de gestion et d'action sociale des institutions, pour près de 2 Md€, de la mensualisation des allocations et des cotisations, pour 15,2 Md€, et de l'effet de la valorisation des portefeuilles de 21,3 Md€.

Cette gestion bilantielle a permis de dégager, entre prélèvements et apports, un solde positif de 3,3 Md€.

Le portefeuille représentatif de la réserve de financement, est ainsi passé, en valeur de marché, de 59,2 Md€ au 31 décembre 2007, à 62,5 Md€ au 31 décembre 2017.

Evolution du portefeuille de valeurs mobilières en représentation de la réserve de financement (en valeurs de marché)

Portefeuille de la réserve de financement au 31-12-2007 (en M€)		59 224
Mouvements techniques	Excédents de trésorerie 2008-début 2009	1 667
	Prélèvements de trésorerie 2009-2017	- 36 807
Gestion bilantielle	Ecrêtement des réserves de gestion et d'action sociale	1 960
	Mensualisation (*)	15 179
	Valorisation de la réserve et autres mouvements	21 275
Variation 2007-2017		3 274
Portefeuille de la réserve de financement au 31-12-2017		62 498

(*) Pour un montant d'environ 2 Md€, des fonds ont été maintenus en fonds de roulement pour couvrir des désinvestissements en seconde période de l'année 2016. L'apport de la mensualisation, compte tenu de ces fonds, a donc été de l'ordre de 17 Md€. La remontée de ces fonds en réserve de financement se serait traduite en fin d'année 2016 par une augmentation des prélèvements sur cette réserve de 2 Md€. Le total des prélèvements aurait été ainsi de 38,8 Md€, ces enregistrements (en plus et en moins des 2 Md€) n'impactant pas le montant du portefeuille arrêté au 31/12/2017.

Les sommes très importantes prélevées sur la réserve de financement, et ainsi réinjectées dans le financement des opérations de retraite, ont joué un rôle considérable dans la gestion pluriannuelle de l'Agirc-Arrco.

Au-delà d'un horizon de moyen terme, le pilotage du régime intégrera la nécessité d'un niveau de réserve suffisant pour assurer le maintien de conditions normales de fonctionnement.

La réserve technique de financement est l'un des moyens indispensables au régime pour l'exercice de sa mission. Elle constitue une sauvegarde du champ de la responsabilité entière des Partenaires sociaux.

Philippe Goubeault, Directeur financier de l'Agirc et de l'Arrco