

# FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES

DF / JLN / 05-032

LE 10 FEVRIER 2005

## **Note pour le Conseil d'orientation des Retraites**

### **Situation et Perspectives du Fonds de Réserve pour les Retraites**

#### **1. Où en est le FRR aujourd'hui ?**

Le Fonds de Réserve pour les Retraites a achevé en juillet 2004 son appel d'offres initial, préalable indispensable au démarrage effectif de sa politique d'investissement compte tenu de l'impossibilité qui est la sienne de gérer en interne tout ou partie de ses actifs. Organisée dans le cadre juridique du code des marchés publics, cette compétition a duré onze mois, et a permis la sélection de 20 sociétés de gestion auxquelles ont été délégués 36 mandats portant sur des stratégies d'investissement spécialisées. Dans la foulée de l'annonce de ses résultats, les équipes du Fonds ont mené à bien les visites de conformité chez les gestionnaires sélectionnés, ainsi que les travaux de mise au point des contrats et de branchement des systèmes d'information préalables au transfert des fonds et au démarrage de la gestion.

Les mandats ont ensuite pu être activés selon une stratégie de montée en charge soucieuse de concilier différents objectifs : 1 – lisser, autant que possible, les prix d'entrée sur les différents marchés d'actifs, 2 – tenir compte des valorisations dans une perspective de long terme (ie ne pas se précipiter pour acheter des actifs dont le niveau actuel de valorisation risquerait de grever durablement leur rentabilité), 3 – assurer, y compris pendant la période de construction du portefeuille, un minimum de diversification afin d'éviter que la valeur du portefeuille global du Fonds ne soit trop affecté par un choc ponctuel sur une catégorie d'actifs.

Cette phase d'investissement du « stock initial » d'actifs du FRR est aujourd'hui très avancée. Elle est quasiment achevée sur les mandats actions. Elle a été freinée en revanche sur les mandats obligataires, compte tenu des niveaux de valorisation observés, qui continuent d'être jugés excessifs dans une perspective de long terme.

Parallèlement, les équipes du Fonds continuent de mettre en place et tester les outils de pilotage et de contrôle, ainsi que les procédures de suivi des gérants et d'allocation tactique. Sur ce dernier point, le Directoire s'est en effet vu confier par le Conseil de surveillance la responsabilité de gérer une marge de manœuvre en matière d'allocation, par rapport aux poids-cibles des grandes catégories d'actifs définis (cf infra), pour – par exemple – sur- ou sous-pondérer telle ou telle classe d'actif jugée temporairement sous- ou sur-valorisée. Cette fonction suppose l'organisation en interne d'une équipe de gestion tactique, et la mise en œuvre d'un mandat « transversal », particulièrement complexe à organiser au plan opérationnel, mais qui devra être prêt à fonctionner lorsque le portefeuille sera pleinement investi.

## 2. Retour sur la stratégie d'allocation d'actifs

Préalablement à la sélection des gérants, le FRR avait défini sa stratégie d'allocation d'actifs à long terme (son « allocation stratégique »). Celle-ci avait été débattue, puis approuvée à l'unanimité des membres du Conseil de surveillance lors de sa réunion du 2 avril 2003. Son élaboration s'était appuyée sur la prise en compte des trois paramètres fondamentaux suivants :

- L'horizon de placement du fonds et la nature de son passif : plus l'horizon d'investissement d'un investisseur ou d'un épargnant est long, plus la volatilité du rendement de ses actifs est supposée diminuer, les chocs macro-économiques ou financiers à l'origine de leurs fluctuations de court terme devant normalement se compenser. Or l'horizon d'investissement du FRR est inhabituellement long dans la mesure où, à l'inverse d'une société d'assurance-vie ou d'une caisse de retraite, il n'a aucun engagement à inscrire à son passif avant 2020. Cette situation privilégiée tend spontanément à encourager l'investissement dans des catégories d'actifs volatiles à court terme mais à l'espérance de rendement plus élevée sur le long terme. Une incertitude demeure toutefois sur l'allongement de l'horizon d'investissement du Fonds, au-delà de 2020, étroitement tributaire de l'utilisation qui sera faite des réserves à partir de cette date. L'allocation stratégique initiale du FRR a été élaborée sous l'hypothèse d'un décaissement linéaire du Fonds sur dix ans.
- Le degré d'aversion pour le risque : ce paramètre doit permettre de situer les préférences de l'investisseur entre recherche du meilleur rendement possible et minimisation du risque pris. Reflet d'une « préférence collective », il devait être formulé par le Conseil de surveillance du Fonds, responsable de la « définition des orientations générales de la politique de placement ». Il pouvait être exprimé de différentes façons (rendement minimal à atteindre, probabilité maximale de ne pas atteindre un rendement minimal, plafonnement des pertes maximales possibles sur des horizons glissants ...). A l'unanimité, le Conseil de surveillance du FRR a estimé qu'il convenait de ne pas introduire de contraintes de « pertes maximales » sur le court terme, afin de conserver le bénéfice que procurait l'horizon de placement de très long terme. En contrepartie, il a imposé que les calculs d'allocation soient réalisés sous l'objectif d'une probabilité quasi nulle de perte en capital à l'horizon 2020.
- La capacité du Fonds à modifier sa politique de placement et, en particulier, à lisser via des abondements supplémentaires les prix d'achats de ses différents actifs constitue enfin un dernier paramètre susceptible d'influencer l'allocation stratégique initiale et la manière dont elle se déforme au cours du temps (cf infra). En effet, le risque d'être exposé à une catégorie d'actifs n'est pas du tout de la même nature, ni de la même ampleur selon que cet actif a été acheté en une fois, à un niveau de prix donné, ou selon qu'un comportement d'investissement *régulier* dans le temps a permis d'en diversifier les prix d'achats, et de désensibiliser ainsi partiellement l'ensemble du portefeuille des fluctuations du marché. Les calculs d'optimisation se sont fondés sur différentes hypothèses quant au niveau des abondements, mais qui reposaient toutes sur l'idée de versements réguliers. Une remise en cause de cette hypothèse serait de nature à modifier les résultats (cf. infra).

Ces paramètres définis, les services du Fonds ont procédé aux travaux d'optimisation, en recourant à des méthodes traditionnelles, volontairement simples et accessibles, et surtout s'appuyant sur un jeu d'hypothèses délibérément prudentes en matière de rendement espéré, de volatilité et de corrélation entre les principales classes d'actifs :

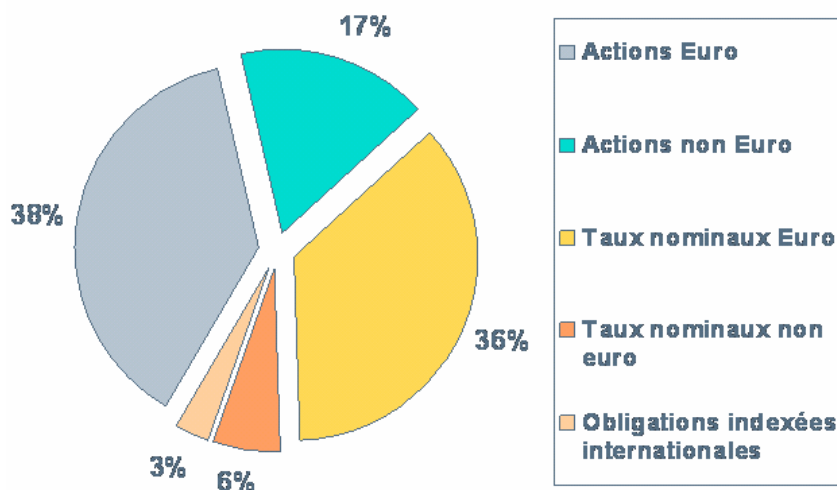
- le niveau « d'équilibre » des taux à court terme est déterminé comme celui de la croissance potentielle à long terme de la zone euro, augmentée de l'hypothèse d'inflation. L'hypothèse de croissance potentielle de l'union monétaire est prudente, 2% les premières années, 1,6% après 2010, pour tenir compte notamment de l'impact du vieillissement démographique, de la diminution de la population active, sans baisse concomitante du taux de chômage.

- la pente entre taux courts et taux longs est volontairement estimée à un niveau inférieur à sa valeur de long terme, dans un scénario où l'inflation est supposée, à long terme, moins volatile qu'elle ne l'a été sur observations historiques.

- l'hypothèse de « prime » offerte par les actions sur les obligations est également extrêmement prudente, puisqu'elle est inférieure à 2%, limite basse de la fourchette des estimations retenues dans la littérature sur la base des observations historiques.

Sur la base de ces hypothèses, et une fois prises en compte les contraintes réglementaires pesant sur la politique d'investissement, les calculs réalisés ont abouti à une proposition d'allocation stratégique, offrant la meilleure espérance de rendement, sous l'objectif d'une probabilité quasi nulle (inférieure à 1%) de perte en capital à l'horizon 2020.

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, cette allocation stratégique fait une large part aux actifs d'entreprises. En effet, outre les 55% d'actions, le FRR placera près du quart de ses investissements en obligations de la zone euro en obligations d'entreprises, et près de la moitié de ses placements en obligations internationales en titres non gouvernementaux.



Près des deux tiers de l'actif du FRR ont donc vocation à être placés soit en actions, soit en dettes d'entreprise. Le Fonds est exposé à hauteur de 24% environ sur des titres émis à l'extérieur de la zone euro.

L'espérance de rendement à long terme associé à cette allocation est de l'ordre de 6,5% en terme nominal, soit près de 4% en termes réels.

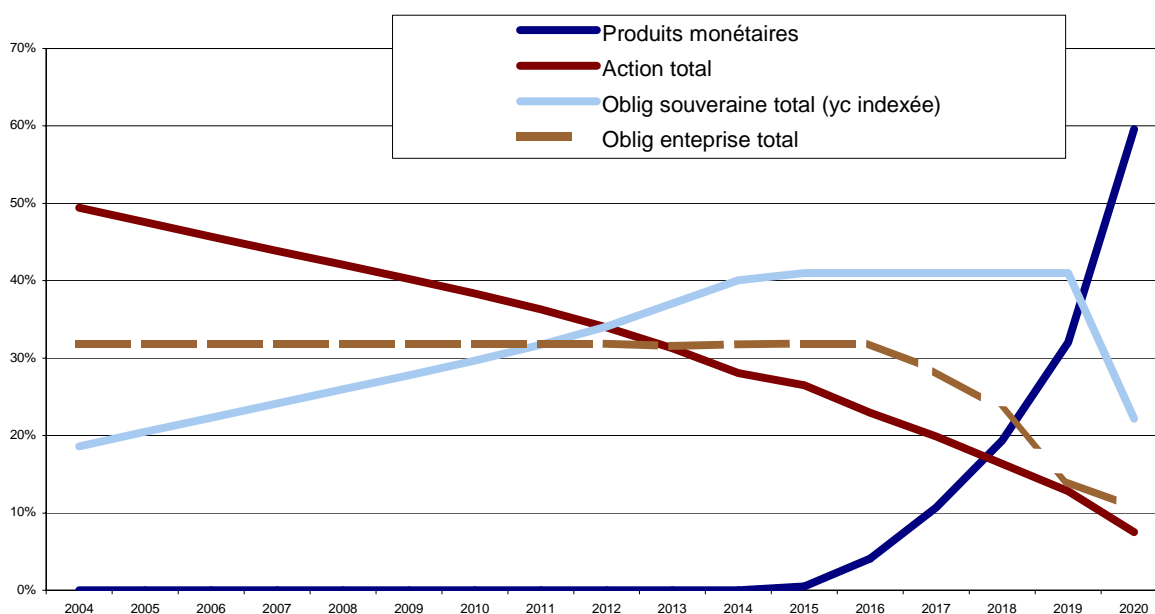
### 3. De l'importance d'anticiper les abondements et les versements pour adapter la stratégie d'investissement.

Comme l'ont montré les développements qui précèdent, des hypothèses relatives au rythme de décaissement du FRR après 2020, et à la régularité des abondements entre 2003 et 2020, ont été requises pour déterminer l'allocation offrant la meilleure perspective de rendement, sous la contrainte de risque donnée.

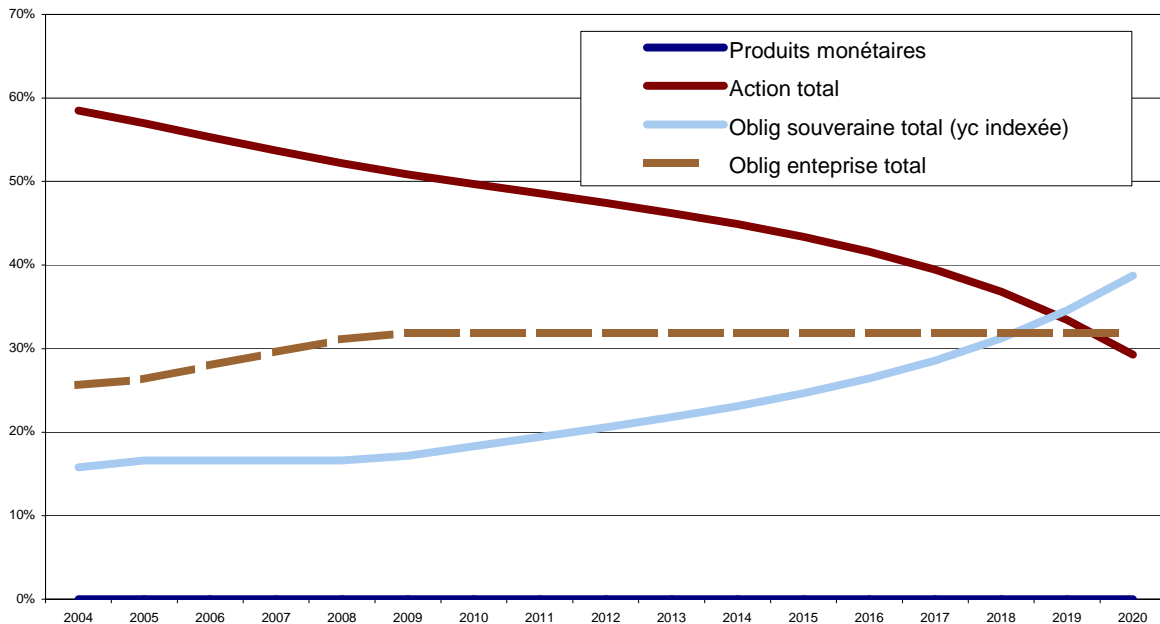
Cette allocation stratégique n'est pas figée dans le temps. Premièrement, cette allocation avait vocation à constituer le « cœur » du portefeuille initial du FRR. L'introduction de nouvelles classes d'actifs, aux propriétés diversifiantes, devrait permettre au cours des prochains trimestres d'en accroître encore l'efficacité (c'est-à-dire d'en augmenter l'espérance de rendement et/ou d'en diminuer la volatilité associée). A titre d'exemple, le FRR souhaite investir dès 2006 un montant significatif dans des fonds d'investissement non cotés.

Deuxièmement, au fur et à mesure que se rapprochera l'échéance de 2020, l'allocation stratégique « optimale » a vocation à se modifier pour continuer à respecter l'objectif de non-perte en capital sur des horizons devenus plus courts. Les deux graphiques ci-dessous illustrent l'impact des hypothèses retenues en matière de calendrier de décaissement après 2020 sur la déformation de cette allocation « optimale ». Le premier graphique montre la déformation rapide à laquelle serait soumise cette allocation, dans l'hypothèse extrême où le Fonds devait être décaissé en une seule fois, dès 2020, au profit des régimes éligibles. Le second graphique montre que cette déformation est, logiquement, plus progressive, dès lors qu'une hypothèse de décaissement étalée dans le temps (ici 10 ans, de façon linéaire) était retenue.

**Evolution de l'allocation stratégique au cours du temps avec une probabilité de perte en capital constante : extinction du fonds en 2020**



**Evolution de l'allocation stratégique au cours du temps avec une probabilité de perte en capital constante : extinction du fonds en 2030**



Naturellement, les répercussions de ces trajectoires ne sont pas neutres s'agissant du taux de rendement espéré à long terme. Dans le deuxième scénario, celui d'un décaissement du FRR linéaire sur 10 ans après 2020, le poids « d'équilibre » des produits monétaires requis dans le portefeuille pour maintenir quasi nulle la probabilité de perte en capital reste marginal alors qu'il s'accroît très rapidement à compter de 2015 dans le premier scénario. Une allocation plus dynamique sur une période plus longue permet logiquement d'espérer un meilleur rendement.

Le raisonnement est assez proche s'agissant de l'hypothèse à formuler sur le calendrier des abondements. Le risque du placement dans un actif risqué n'est en effet pas le même selon qu'il est investi en une seule fois, ou qu'un abondement régulier permette d'en diversifier les prix d'achat. De fortes ruptures dans le rythme d'abondement viendraient, pour ces raisons, modifier le profil de risque du Fonds.

Ces développements soulignent à quel point il est important, pour une gestion efficace du FRR, de pouvoir tabler sur un calendrier fiable d'abondements, et une vision claire du scénario d'utilisation du Fonds au-delà de 2020. Le risque de l'incertitude qui pèse aujourd'hui sur ces deux paramètres est double : que les hypothèses utilisées pour déterminer l'allocation initiale du Fonds soient démenties, invalidant la stratégie d'allocation retenue ; que la prudence des hypothèses retenues, dans ce contexte d'incertitude, soit excessive, conduisant à retenir une stratégie d'investissement insuffisamment dynamique.

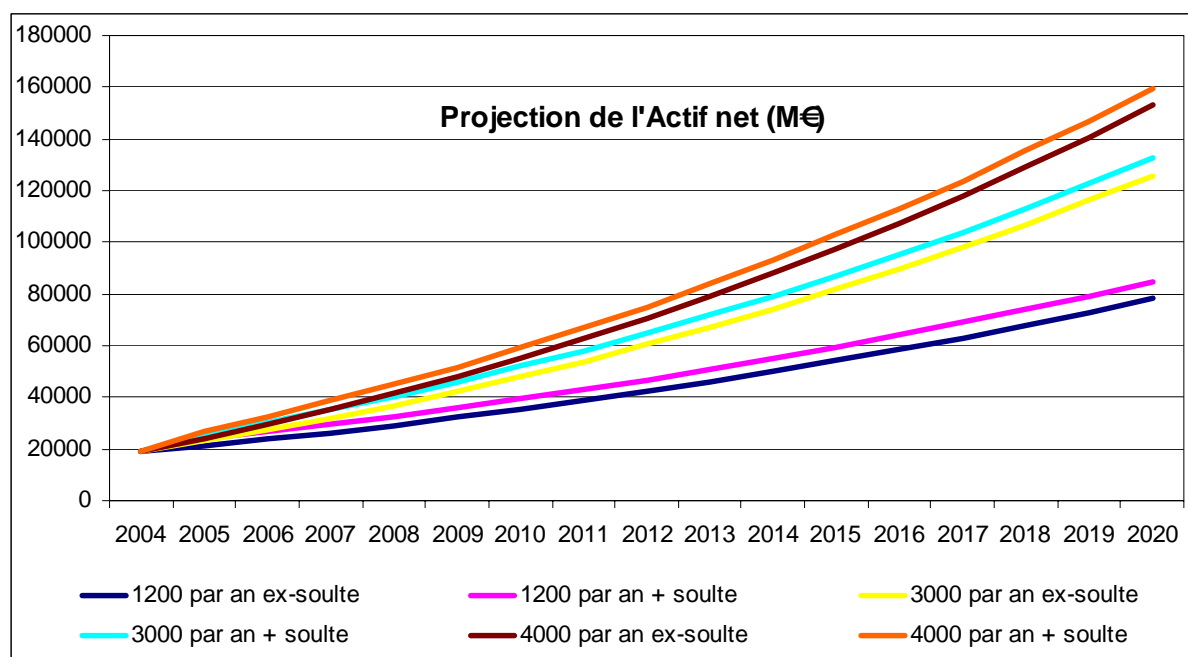
**4. Quelles hypothèses de trajectoire pour le FRR à l'horizon 2020 ?**

L'actif net géré par le FRR s'élevait à 19,2 milliards d'euros au 31 décembre 2004. Hors évolution adverse des marchés en 2005, il devrait être supérieur 24 milliards d'euros à la fin de l'année, en tenant compte du versement d'une fraction de la soulte IEG à hauteur de 3,08 milliard à la fin du premier semestre de cette année.

Les simulations présentées ci-dessous partent de cette base de départ, et retiennent les taux de rendement issus de l'allocation stratégique « déformée » au cours du temps pour respecter l'objectif de risque de non perte en capital à l'horizon 2020, sous l'hypothèse d'un décaissement linéaire du Fonds sur dix ans entre 2020 et 2029.

Trois hypothèses d'abondement sont retenues pour former trois scénarios H1, H2 et H3. Le premier (H1) se caractérise par un abondement annuel du Fonds limité à la seule ressource pérenne (la part du prélèvement de 2% sur les revenus du patrimoine, soit environ 1,2 Mds d'euros 2004). Le scénario H2 se caractérise par un abondement annuel de 3 Mds d'euros 2004, montant proche de la moyenne annuelle des flux cumulés depuis 1999, en excluant les recettes peu probables désormais que constituaient les excédents de la CNAV ces dernières années. Le scénario H3 retient l'hypothèse d'un abondement annuel de 4 Milliards d'euros (en valeur 2004), montant proche de la moyenne des flux d'apports cumulés depuis la création du Fonds.

Dans le premier scénario, le FRR capitaliserait un montant d'actifs atteignant en 2020, en espérance, 85 milliards d'euros (en euros courants), dont un peu moins de 7 milliards au titre de la soulte IEG. Dans le second, la valeur du Fonds atteindrait 133 milliards d'euros (toujours en euros courants), y compris la soulte IEG capitalisée (toujours estimée à environ 7 milliards). Enfin dans le troisième scénario, la valeur du Fonds pourrait atteindre 160 milliards d'euros courants (y compris la soulte de 7 milliards) en 2020.



Ces estimations sont données à titre indicatif et leur portée doit être relativisée. Elle repose sur l'hypothèse d'abondement constant (en valeur réelle) et surtout d'un rendement réalisé chaque année à son niveau espéré. Comme pour tout épargnant, la réflexion sur le « juste niveau » d'effort à réaliser pour le FRR doit d'abord dépendre du besoin de financement à couvrir à l'horizon 2020, et du rôle que l'on souhaite voir jouer par l'instrument dans la couverture de ce besoin, sur une période précise qui reste à déterminer.