

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES  
Séance plénière du 26 novembre 2013 à 14h30  
« Les structures de financement des régimes de retraite »

<b>Document N°7</b>
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

## **Les réserves en répartition et leur allocation stratégique : le cas de l'Ircantec**

*CDC – Question Retraite et Solidarité n°3 – avril 2013*



# Les réserves en répartition et leur allocation stratégique : le cas de l'Ircantec

Alaeddine Faleh et Philippe Treilhou

*L'existence de réserves financières dans les régimes complémentaires de retraite gérés en répartition n'est pas nouvelle. La question de leur utilisation dans le pilotage à long terme continue cependant à faire débat. L'Ircantec, régime de retraite complémentaire des agents non titulaires du secteur public, offre de ce point de vue un exemple original. Ce régime, qui fonctionne en points, est financé par répartition et dispose de réserves s'élevant fin 2012 à 5,8 milliards d'euros, soit 2,5 années de paiement de prestations. La réforme de l'Ircantec intervenue en 2008 a introduit un cadre réglementaire visant à piloter le régime en s'appuyant sur une gouvernance renouée et des critères de solvabilité originaux faisant intervenir les réserves. Cette démarche a conduit à relever le niveau d'exigence s'agissant de la qualité des placements des réserves sur les marchés financiers par le biais de l'allocation stratégique d'actifs. Celle-ci oriente le choix des placements et doit vérifier les critères de solvabilité à moyen et long terme. La construction de cette allocation nécessite d'articuler les hypothèses financières à long terme et les hypothèses économiques retenues dans le cadre des projections réalisées pour le COR.*

L'Ircantec est le régime de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (voir encadré 1). Ce régime a été institué en 1970<sup>1</sup> et fonctionne en points, avec comme origine de ses fonds les cotisations des actifs et des employeurs. En 2012, le régime compte 2,8 millions de cotisants et 1,9 million de retraités.

Dans les années 70, lors de la montée en charge du régime, le nombre de cotisants a augmenté. Il était bien supérieur au nombre de pensionnés, permettant ainsi de constituer des réserves. Encore aujourd'hui mais dans une moindre mesure, l'Ircantec dégage des excédents sur la base de cotisations annuelles supérieures aux prestations servies. Depuis le milieu des années 2000, l'Ircantec affiche des réserves qui sont proches de deux années et demie de prestations. Ces réserves correspondent à l'ensemble des fonds propres comptabilisés au bilan de l'Institution. L'existence de réserves dans un régime par répartition comme l'Ircantec n'est pas évidente. De fait, les régimes de retraite rencontrent sur de longues périodes des aléas d'ordre démographique, économique, voire réglementaire. Une application stricte de la répartition conduit à dégager un excédent ou un déficit en fin d'exercice, selon que les cotisations de l'année sont supérieures ou non aux prestations servies (Picot, 2001). Avec la constitution progressive de réserves, l'Ircantec a naturellement instauré le principe d'une gestion pluriannuelle intégrant ses réserves.

Toutefois, l'exercice de projections à long terme réalisé en 2007 pour le Conseil d'orientation des

<sup>1</sup> L'institution de retraite est issue de la fusion de deux caisses de retraite complémentaire auparavant dédiées aux agents non titulaires du secteur public : l'IGRANTE pour les agents non cadres et l'IPACTE pour les agents cadres.

retraites (5<sup>e</sup> rapport du COR) montrait que les cotisations perçues par l'Ircantec ne suffiraient plus à couvrir les pensions à l'horizon de 4 à 8 années. Les réserves accumulées pouvaient absorber le besoin de financement à court terme mais à moyen et long terme, un déficit allait apparaître.

## Une gestion originale d'un régime en répartition avec réserves

Dans ce contexte, les pouvoirs publics ont conduit en 2008 une réforme de l'Ircantec en concertation avec les partenaires sociaux afin d'assurer la pérennité du régime sur le long terme, c'est-à-dire sa capacité à servir effectivement les pensions tant pour les retraités actuels que les actifs d'aujourd'hui, futurs retraités.

### Une réforme en 2008 pour assurer la pérennité de l'Ircantec

La réforme n'a pas modifié les droits acquis ni les pensions servies par le régime. Toutefois, elle a introduit une baisse progressive de son rendement<sup>2</sup>, la valeur d'achat du point de retraite progressant plus vite que sa valeur de service pendant une période transitoire, à taux d'appel constant<sup>3</sup>. Les pouvoirs publics ont retenu une durée de transition de 9 ans, avec une évolution du rendement de 12,09 % à 7,75 % à l'horizon de 2017 (Caisse des Dépôts, 2009). Parallèlement, les taux de cotisation qui déterminent les droits acquis augmenteront afin de compenser partiellement la baisse de rendement pour les futurs retraités.

L'acceptabilité de cette réforme par les employeurs et les agents affiliés au régime a notamment résidé dans la garantie apportée par les pouvoirs publics sur le paiement des pensions à l'horizon de 30 ans prenant la forme de règles prudentielles simples, inscrites dans les textes réglementaires qui régissent l'Ircantec. Ainsi :

1. le paiement des pensions doit être assuré sur une durée de 30 ans par les cotisations futures et les réserves du régime (*contrainte de pérennité*) ;
2. le régime doit disposer à l'horizon de 20 ans d'un

montant de réserves équivalent, au minimum, à une année et demie de prestations évaluées à cette date (*réserve de précaution*).

En impliquant les réserves dans la couverture des prestations sur 30 ans pour l'Ircantec, les pouvoirs publics ont donné un horizon à la gestion pluriannuelle de ce régime. Le choix de cet horizon n'est pas le fruit du hasard : la durée de 30 ans correspond au délai moyen entre le paiement des cotisations et celui du versement de la retraite pour un agent donné. Ainsi sur 30 ans :

- un agent liquidant ses droits est assuré du versement de sa pension ainsi que de la pension de réversion éventuelle (en durée moyenne) ;
- un cotisant d'âge moyen (36 ans) est assuré qu'à la liquidation de ses droits, l'Ircantec sera encore en mesure de lui payer des prestations.

Par ailleurs, les ressources de l'Ircantec sont soumises à un risque technique lié à son champ d'application et aux évolutions parfois rapides de l'emploi public<sup>4</sup>. Pour couvrir ce risque, la réforme de 2008 a instauré l'obligation d'une réserve de précaution à l'horizon de 20 ans, égale ou supérieure à une année et demie de prestation. L'obligation est limitée puisqu'une année et demie de prestation représentaient en 2008 environ 3 % des engagements de retraite du régime. Bien que les réserves constituent une composante de la gestion du risque technique, leur placement participe peu au rendement technique du régime.

L'Ircantec n'est pas le seul régime à s'être doté de règles prudentielles à long terme. Les règles d'évolution des paramètres du régime complémentaire vieillesse des artisans, géré par le Régime social des indépendants (RSI), sont par exemple déterminées périodiquement de telle sorte que le délai prévisionnel d'épuisement de ses réserves ne puisse être inférieur à l'espérance de vie de la génération atteignant l'âge légal de départ à la retraite (RSI, 2009). Le régime d'allocations viagères des débitants de tabac a également comme obligation de maintenir l'équilibre financier à l'horizon de 30 ans (décret n°2005-1625 du 21 décembre 2005).

<sup>2</sup> La notion de rendement fait référence ici au rendement réel du régime, qui correspond au rapport entre le rendement théorique (rapport entre valeur de service du point et sa valeur d'achat) et le pourcentage d'appel des cotisations.

<sup>3</sup> L'Ircantec applique un taux d'appel de 125 % depuis 1992. Les taux de cotisation théorique servent au calcul du nombre de points acquis ; les taux d'appel déterminent le montant de la cotisation versée compte tenu d'un pourcentage d'appel égale à 125 %. À titre d'exemple pour la tranche A, le taux de cotisation théorique est en 2013 de 4,9 % pour un taux d'appel de 6,125 %.

<sup>4</sup> Des travaux ont été engagés par l'Ircantec, dans le cadre d'un partenariat avec l'Institut des Politiques Publiques, pour mieux anticiper ces évolutions.

## Encadré 1

**Présentation de l'Ircantec**

L'Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (Ircantec) est le régime de retraite complémentaire obligatoire des régimes général et agricole des assurances sociales, créé par le décret n°70-1277 du 23 décembre 1970. Ses modalités de fonctionnement sont fixées par un arrêté du 30 décembre 1970. Elle est dirigée par un conseil d'administration de 34 membres : 16 représentants des employeurs, 16 représentants des organisations syndicales et deux personnalités qualifiées. La tutelle s'exerce après consultation d'un conseil de tutelle, par l'intermédiaire d'un commissaire du gouvernement assistant au conseil d'administration. La gestion du régime est confiée à la direction des retraites et de la solidarité de la Caisse des Dépôts.

L'Ircantec est un régime par répartition : les cotisations de l'année servent à financer les prestations de la même année. Il fonctionne en points :

- les cotisations sont converties en points de retraite alimentant le compte individuel de chaque affilié. Le nombre de points est calculé en divisant le montant de la cotisation théorique par la valeur d'achat du point.
- le montant de la retraite annuelle est égal au nombre total de points acquis multiplié par la valeur de service du point.

Le régime couvre un champ très étendu puisqu'il s'adresse à :

- l'ensemble des agents non titulaires de la fonction publique de l'État (FPE) et des fonctions publiques territoriale (FPT)

et hospitalière (FPH), cadres et non cadres ;

- les agents titulaires à temps non complet des collectivités locales qui ne relèvent pas de la Caisse nationale de retraites des agents des collectivités locales (CNRACL) ;
- les agents non titulaires des établissements publics à caractère industriel et commercial, certains agents d'entreprises publiques ou semi-publiques telles que La Poste, les industries électriques et gazières, la Banque de France ainsi que des associations ;
- les agents titulaires sans droit à pension (TSD) qui quittent leur emploi sans remplir les conditions requises pour bénéficier d'une pension du régime spécial auprès duquel ils étaient affiliés ;
- les élus locaux.

Un actif sur trois en France relève ou a relevé de l'Ircantec. Ce taux de couverture important s'explique par le taux élevé de rotation des cotisants qui sont affiliés le plus souvent au régime pour un nombre limité d'années (en moyenne 9 années pour les retraités percevant une pension de l'Ircantec en 2012). En 2012, la caisse de retraite a perçu environ 2,6 milliards d'euros de cotisations de la part de 66 000 organismes employeurs. Le nombre d'actifs ayant un compte à l'Ircantec est proche de 15 millions, dont 2,8 millions sont actuellement cotisants. Le montant des allocations versées s'élevait à 2,3 milliards d'euros pour 1,9 million de retraités.

**L'évaluation des critères de solvabilité dans la campagne de projection du COR**

La contrainte de pérennité du régime et le niveau de la réserve de précaution constituent les deux critères de solvabilité du régime. Ils sont appréciés par le Conseil d'administration dans le cadre macroéconomique de projection du COR, au terme du processus de réforme du régime, soit en 2018<sup>5</sup>. Dans le dernier exercice de projection réalisé en 2012 (COR, 2012), l'effectif cotisant progresserait de 17,4 % à 21,4 % entre 2011 et 2060 selon le scénario retenu<sup>6</sup>. Le nombre de pensionnés de droit direct ferait plus que doubler sur la même période, conduisant le

rapport démographique corrigé<sup>7</sup> à 1,0 à l'horizon 2060. En termes financiers, les ressources au même horizon augmenteraient, en euros constants, de 158 % à 222 % selon les scénarios, la masse des pensions progressant de 311 % à 341 %. Le solde du régime resterait excédentaire jusqu'à une date comprise entre 2026 et 2030, permettant ainsi au régime d'accumuler des réserves (voir graphique 1). Le déficit technique de long terme dépasserait le milliard d'euros entre 2040 et 2050 : il serait compris entre 1,6 et 2,5 milliards d'euros<sup>8</sup> à l'horizon 2060 (voir graphique 2).

Dans le cadre des projections du COR, en première période, les réserves continuent de s'accumuler

<sup>5</sup> C'est-à-dire que la réserve doit être équivalente à une année et demie de prestation en 2038 (soit 2018 + 20 pour la réserve de précaution) et que les réserves et les cotisations doivent couvrir les prestations jusqu'en 2048 (soit 2018 + 30 pour la contrainte de pérennité).

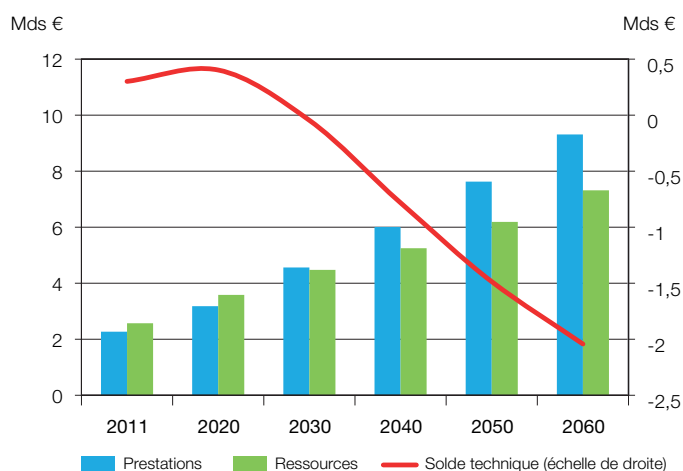
<sup>6</sup> Dans les dernières projections du COR de 2012, trois scénarios de projection (A, B et C) sont retenus pour le régime de l'Ircantec, combinant des taux de chômage différents (4,5 % et 7 %) et trois taux de croissance annuelle de la productivité du travail à long terme (1,3 %, 1,5 % et 1,8 %).

<sup>7</sup> « Corrigé » est la dénomination utilisée par le COR et renvoie au rapport entre, d'une part, la somme du nombre de retraités de droit direct et de la moitié du nombre de retraités de droit dérivé et, d'autre part, le nombre de cotisants.

<sup>8</sup> En euros de 2012.

Graphique 1

Évolution des masses de prestations, des ressources et du solde technique de l'Ircantec à l'horizon 2030 – scénario B du COR

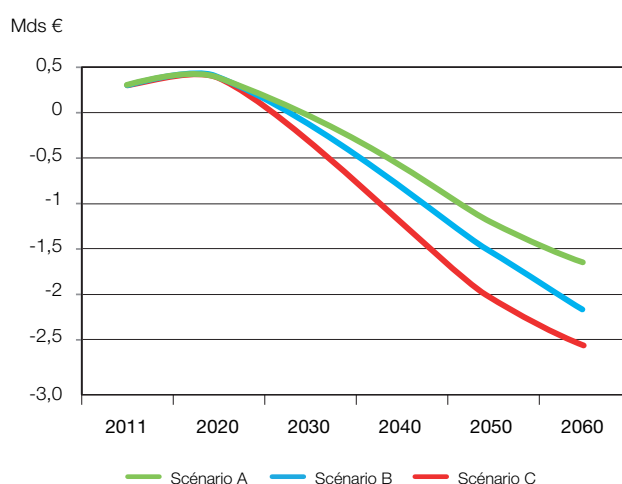


Source : Ircantec, résultats publiés dans le 11<sup>e</sup> rapport du COR.

Note : le scénario B est le scénario de référence qui combine un taux de chômage de 4,5 % et un taux de croissance annuel du travail de 1,5 %. Pour le scénario A, cette combinaison est respectivement de 4,5 % et 1,8 % (scénario haut) et pour le C, elle est de 7 % et 1,3 % (scénario bas).

Graphique 2

Évolution du solde technique de l'Ircantec à l'horizon 2060 selon les scénarios



avec l'excédent et en seconde période, elles sont mobilisées pour alimenter les ressources du régime. Il est donc nécessaire d'intégrer dans l'exercice de projection une hypothèse sur le taux de rémunération du placement des réserves sur les marchés financiers. Les scénarios du COR n'en proposant pas, un rendement financier net de l'inflation égal à 2 % est retenu<sup>9</sup>. Les réserves sont ainsi projetées à l'horizon 2060 en intégrant leur rendement et leur mobilisation pour compenser le déficit, selon les scénarios du COR (voir graphique 3).

La réserve de précaution et la contrainte de pérennité du régime seraient ainsi vérifiées dans les scénarios A et B. En revanche, dans l'hypothèse où le scénario C se réaliserait, l'Ircantec devrait ajuster à nouveau ses paramètres pour se replacer dans une trajectoire permettant que soient respectées les règles prudentielles.

### Un cadre réglementaire pour l'ajustement des paramètres du régime

Cet ajustement des paramètres sera en 2018 de la responsabilité du Conseil d'administration de l'Ircantec. En effet, à l'issue de la période de transition mise en place dans le cadre de la réforme de 2008, l'évolution des paramètres (valeurs d'achat et de service du point de retraite) sera déterminée par le Conseil d'administration dans le cadre d'un plan quadriennal. Ce plan devra permettre la constitution de la réserve de précaution et la vérification de la contrainte de pérennité. Il pourra, le cas échéant, proposer aux pouvoirs publics des évolutions des taux de cotisation.

Cependant, si les règles prudentielles ne sont pas ou plus respectées et que le Conseil d'administration a besoin d'un délai pour adopter un nouveau plan, il

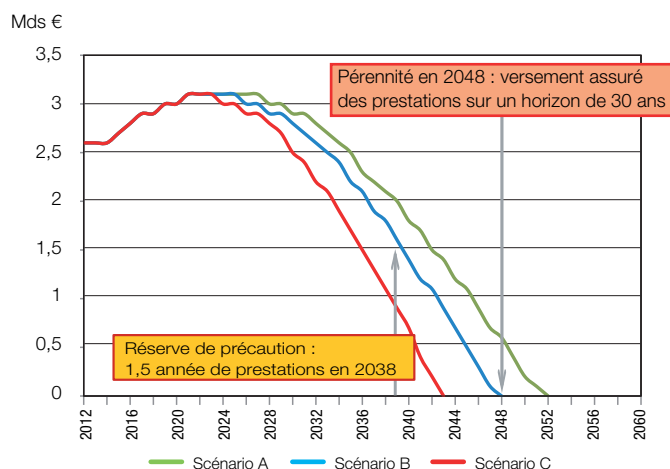
<sup>9</sup> Le rendement financier net de l'inflation de 2 % correspond à une valeur intermédiaire entre le taux de rendement réel de l'obligation assimilée du trésor indexée sur l'inflation (OATI) de plus long terme et le taux de rémunération moyen des actifs déflatés tel qu'anticipé par le modèle d'allocation d'actifs.

est prévu un mécanisme automatique et temporaire permettant de prolonger la durée de vie du régime à due concurrence de la période d'absence de décision. Ce mécanisme se traduit par un ajustement annuel concomitant de l'ensemble des paramètres du régime, à savoir :

- l'indexation de la valeur de service du point de retraite sur les deux tiers de l'inflation prévue pour l'année à venir ;
- l'indexation de la valeur d'achat du point de retraite sur les cinq tiers de l'inflation prévue pour l'année à venir ;
- une augmentation de 0,032 point de cotisation supplémentaire sur la tranche de salaire inférieure au plafond de la Sécurité sociale ;
- une augmentation de 0,08 point de cotisation supplémentaire sur la tranche de salaire supérieure au plafond de la Sécurité sociale.

Graphique 3

Évolution des réserves de l'Ircantec à l'horizon 2060 selon les scénarios du COR



Source : Ircantec, rapport technique et financier 2012

Encadré 2

Les principes de l'allocation stratégique d'actifs

Durant les années 80-90, la gestion des réserves des investisseurs institutionnels a été dominée par le souci de la performance à court terme. À partir des années 2000, en particulier suite à la crise de 2002 (« bulle technologique »), les investisseurs ont modifié leurs modalités de gestion ; ils ont privilégié les engagements pris à l'égard de leurs clients dans la politique du choix de l'allocation stratégique plutôt que la seule performance. De façon générale, l'allocation stratégique est souvent définie comme une étape en aval de l'appréhension des risques et en amont de l'allocation tactique (ou de court terme) d'actifs. Compte tenu de ce positionnement, l'allocation stratégique d'actifs vise soit à confirmer l'optimalité de la structure de l'actif existant de la réserve, soit à proposer une structure optimale du portefeuille qui permette à l'investisseur considéré d'atteindre un certain objectif de performance financière tout en respectant ses engagements avec un niveau de confiance donné.

La caractérisation de « stratégique » vient, d'une part, de l'horizon temporel auquel s'appliquent les études d'allocation, d'autre part, du nombre limité de classes d'actifs considérées dans ces études (entre trois et dix classes au maximum).

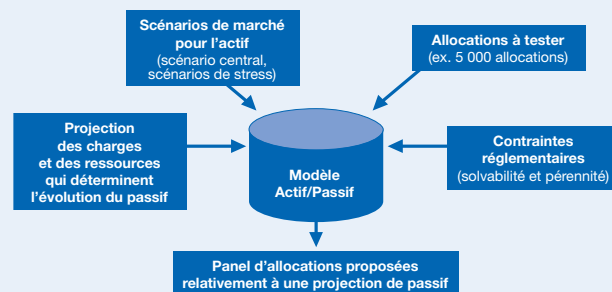
Après avoir choisi un cadre économique de projection (les scénarios de marché) et déterminé l'ensemble des allocations d'actifs possibles (allocations à tester), la résolution du problème de détermination de l'allocation stratégique d'actifs passe en pratique par trois étapes principales :

- la première étape consiste à générer des trajectoires pour chaque classe d'actifs (actions, obligations, immobilier, etc.) dans les différents scénarios de marché considérés,
- la deuxième consiste à projeter le passif dans chaque allocation possible en fonction de la règle de gestion du

dispositif (les contraintes réglementaires),

- la troisième étape vise à déterminer la valeur de la fonction objectif pour chacune de ces allocations, cette fonction arbitrant le plus souvent des notions de risque et de rendement financier. Seront alors susceptibles d'être retenus les choix d'allocation qui à la fois donnent les valeurs les plus élevées à la fonction objectif et respectent les contraintes fixées. Des alternatives de projection du passif ou de l'actif peuvent également être considérées. L'exercice consiste à simuler des conditions macroéconomiques et financières extrêmes mais plausibles afin d'en étudier les conséquences sur l'allocation d'actifs. On parle dans ce cas de « stress test » ou scénario de stress. La baisse du rendement de long terme de la classe d'actifs « actions » de 6 % (scénario central) à 4 % (scénario alternatif) est un exemple de « stress test ».

Le schéma suivant illustre les étapes qui précèdent la validation de l'allocation stratégique d'actifs de l'Ircantec.



L'importance de l'allocation stratégique pour les investisseurs à long terme est mise en évidence dans plusieurs études, voir notamment Brinson et al. (1991) ou Faleh (2012).

## Une gestion financière adaptée

### Le pilotage du régime dépend de la qualité de la gestion financière

Outre l'ajustement des paramètres, le Conseil d'administration doit également décider de la gestion financière des réserves. L'Ircantec ne gérant pas directement le placement de ses réserves, le Conseil d'administration doit se prononcer sur le choix des sociétés de gestion. Il valide également le contenu des mandats de gestion, la répartition des sommes investies entre ces mandats, les différents types de placement qu'ils portent, ainsi que les ajustements rendus possibles en cas de pertes ou de gains exceptionnels. Pour cela, il délibère en premier lieu sur une allocation stratégique d'actifs, c'est-à-dire qu'il détermine la pondération des différentes classes d'actifs au sein des portefeuilles d'investissement (voir encadré 2). Cette dernière joue un rôle important dans le bon fonctionnement du régime puisqu'elle définit de façon optimale les grandes orientations du placement des réserves en actifs physiques et financiers afin de réaliser deux objectifs : la sécurité (ou comment garantir le plus longtemps possible les réserves) et le rendement (la rentabilité financière des actifs).

### Pérennité et réserve de précaution réalisées en 2010 : des contraintes orientant l'allocation stratégique d'actifs

L'allocation d'actifs de l'Ircantec a été revue en 2010, suite à la réforme du régime intervenue en 2008. En effet, cette dernière a conduit à une hausse du niveau projeté des réserves et donc des disponibilités futures de placement.

Les règles prudentielles de solvabilité du régime posées par la réforme de 2008 ont été prises en compte pour la définition de l'allocation d'actifs de l'Ircantec réalisée en 2010 (voir le tableau 1). Cette allocation a déterminé la répartition des réserves du régime entre quatre grandes classes d'actifs que sont les actions, les obligations nominales<sup>10</sup>, les obligations indexées sur l'inflation et l'immobilier. L'allocation d'actifs s'est déroulée en deux temps du fait du contexte de l'année 2010, puisque marqué par

**Tableau 1 : formulations des critères de pérennité et de précaution retenues par l'Ircantec pour son allocation d'actifs**

<b>Ratio de précaution évalué en <math>t_0 + 20</math></b>
$\frac{\text{valeur projetée de la réserve à la date } t_0+20}{\text{prestation prévisionnelle versée à la date } t_0+20} \geq 1,5$
<b>Ratio de pérennité évalué en <math>t_0</math></b>
$\frac{\text{réserves initiales} + \sum_{t=1}^{30} \text{actualisées (réserves}_t + \text{cotisations}_t)}{\sum_{t=1}^{30} \text{actualisées prestations}_t} \geq 1$

les incertitudes en matière de réforme (loi portant réforme des retraites votée en novembre de l'année), d'hypothèses macroéconomiques posées pour les projections de long terme du COR mais aussi de modalités de compensation versée à l'Ircantec suite à la loi du 9 février 2010 relative à l'entreprise La Poste<sup>11</sup>. La première évaluation a consisté à rechercher l'allocation stratégique assurant le rendement financier annuel le plus élevé et vérifiant les contraintes posées sur les ratios de précaution et de pérennité à un horizon donné (2020). Ces contraintes n'étaient pas vérifiées pour toutes les allocations proposées : une part trop importante d'actions dans le portefeuille pouvait par exemple conduire les réserves à diminuer temporairement sous le seuil de précaution. Dans le tableau 2, l'allocation stratégique de long terme proposée en mars 2010 au Conseil d'administration de l'Ircantec permettait d'envisager un rendement annuel de 5,2 %, inflation incluse, tout en respectant les ratios de précaution et de pérennité à l'horizon 2020<sup>12</sup>. Cette allocation se composait à hauteur de 60 % d'obligations d'État nominales, de 10 % d'obligations d'État indexées sur l'inflation, de 25 % d'actions et de 5 % d'immobilier. La prise en compte des effets de la réforme des retraites de novembre 2010 a donné plus de marge

**Tableau 2 : Ratios de précaution et de pérennité de l'allocation stratégique d'actifs de l'Ircantec en mars 2010**

Allocation stratégique dans le scénario B du COR (2010)	Niveau des ratios en 2020		Rendement annuel espéré jusqu'en 2020
	Précaution (>1,5)	Pérennité (>1)	
10% Obligations État indexées inflation 60% Obligations État nominales 25% Actions 5% Immobilier	1,85	1,10	5,2 %

<sup>10</sup> C'est-à-dire non indexées sur l'inflation.

<sup>11</sup> Le changement d'affiliation de l'employeur La Poste, contributeur important de l'Ircantec, posait la question d'une compensation entre les régimes de retraite complémentaire. La négociation était en cours et plusieurs scénarios avaient été envisagés.

<sup>12</sup> L'appréciation des ratios en 2020 correspond à l'évaluation de la réserve de précaution en 2020 + 20 = 2040 et de l'horizon de pérennité vérifiée en 2020 + 30 = 2050.



au régime. Ainsi, les conditions concernant les ratios de pérennité et de solvabilité ont été vérifiées pour un choix plus large d'allocations, permettant à des allocations d'actifs contenant 30 % d'actions, voire plus, de les respecter.

**L'introduction d'une méthodologie basée sur l'optimisation du couple rendement/volatilité**

Dans la mesure où les contraintes réglementaires de long terme n'étaient plus discriminantes, une autre méthodologie a été introduite en 2011 pour comparer les allocations testées et faciliter le choix de l'allocation. Elle se fonde sur l'optimisation du couple rendement/volatilité du portefeuille et s'inscrit dans un nouvel horizon d'allocation de type « court/moyen terme » (à l'horizon de 5 ans).

Ce changement d'horizon permet de tenir compte du contexte exceptionnel de crise constaté sur les marchés financiers en 2011 induisant un manque de visibilité à moyen terme. Dans ces conditions, en s'appuyant sur les niveaux de rendement des actifs observés cette année-là, des hypothèses de rendements d'actifs plus prudentes ont été retenues. La prise en compte de ces nouvelles hypothèses, des différents tests de stress réalisés (stress de hausse de l'inflation et de baisse des actions) et des conséquences de la réforme de 2010 sur le passif du régime<sup>13</sup> ont finalement conduit le Conseil d'administration à retenir l'allocation stratégique suivante pour l'Ircantec : 46 % d'obligations nominales (État et entreprises), 20 % d'obligations indexées, 29 % d'actions et 5 % d'immobilier.

**Un contrôle de l'allocation d'actifs à l'issue du nouvel exercice de projection du COR réalisé en 2012**

Le niveau d'atteinte des critères de précaution et de pérennité dépend avant tout des résultats des projections démographiques et financières, et dans une moindre mesure de l'allocation qui est faite des réserves accumulées par le régime. Ainsi, lorsqu'un nouvel exercice de projection de long terme est réalisé par l'Ircantec, il est nécessaire de vérifier que l'allocation stratégique courante continue de respecter les ratios de précaution et de

pérennité. C'est l'objet des tests de robustesse qui ont été conduits fin 2012 sur la base des nouvelles projections démographiques et financières du régime réalisées dans le cadre des projections de long terme du COR (11<sup>e</sup> rapport).

Les trois principaux scénarios du COR (A, B et C) ont été envisagés pour ces tests de robustesse. Les résultats obtenus (voir tableau 3) montrent que le seul cas pour lequel l'allocation d'actifs actuelle de l'Ircantec risque de ne pas respecter une des contraintes réglementaires, en l'occurrence la contrainte sur la réserve de précaution, correspond à la conjonction des hypothèses suivantes :

- de maintien de la situation actuelle des marchés financiers<sup>14</sup> au-delà des 15 prochaines années, c'est-à-dire le scénario d'actifs retenu dans le cadre de l'allocation stratégique d'actifs de 2011 ;
- du scénario économique le plus défavorable parmi les trois envisagés, à savoir le scénario C du COR.

Dans tous les autres cas les résultats obtenus par le modèle montrent que l'allocation d'actifs de 2011 continue à respecter les deux contraintes.

**Tableau 3 : niveau des ratios de précaution et de pérennité à l'issue des projections du COR de 2012, dans l'allocation stratégique actuelle**

Scénarios du COR (2012)	Niveau des ratios en 2020	
	Précaution (>1,5)	Pérennité (>1)
A	1,81	1,10
B	1,70	1,08
C	1,30	1,02

Le scénario C, pour une contrainte fixée à 1,5 : l'allocation stratégique d'actifs actuelle ne permet pas de vérifier le critère de précaution dans le scénario C.

**Quelles relations entre la gestion d'actifs et les hypothèses de projection du passif ?**

D'un côté, les réserves sont déterminées dans le cadre des projections démographiques et financières du COR. De l'autre, le processus d'allocation stratégique de ces réserves répond quant à lui à une logique plus financière sans intégrer une représentation globale de l'économie,

<sup>13</sup> En reportant les bornes d'âge de départ à la retraite, la réforme de 2010 diminue les charges du régime et fait apparaître un solde positif qui vient augmenter le niveau des réserves.

<sup>14</sup> Soit une situation caractérisée par de faibles taux d'intérêt et un faible redressement des marchés actions par rapport à leurs niveaux d'avant la crise de 2008.

à la différence des scénarios macroéconomiques du COR. Le lien entre les deux exercices peut donc poser question. Certains paramètres comme le taux de croissance ou le taux de chômage ne sont pas explicites dans la définition d'un scénario d'actifs, alors que ces deux variables déterminent en grande partie les différences qui existent entre les scénarios A, B et C du COR. Inversement, les scénarios du COR partagent une même hypothèse de stabilité des prix, alors que l'allocation d'actifs et la détermination des rendements sont dépendantes du niveau d'inflation futur, de l'anticipation des taux d'intérêt, etc. L'interdépendance entre les modèles de projection du passif et de l'actif est devenue d'autant plus importante que l'évaluation des critères réglementaires introduits par la réforme de 2008 s'appuie sur le niveau des réserves de l'institution. Des scénarios de stress communs aux deux approches permettent de répondre en partie à cette problématique. Plusieurs scénarios de stress sont déjà réalisés sur les rendements des actifs

financiers, comme par exemple celui d'une hausse durable de l'inflation. Pour assurer la cohérence entre les deux modèles, la projection de passif doit alors tenir compte des conséquences de cette hausse de l'inflation sur le taux de chômage, la productivité et le salaire moyen par tête. Une fois ces effets estimés à l'aide d'un modèle macroéconomique, les projections démographiques et financières du régime peuvent être mises à jour de cette hausse de l'inflation, alimenter le modèle d'allocation d'actifs et permettre une évaluation cohérente des ratios de précaution et de pérennité dans ce scénario de stress.

Les scénarios de stress ne se prêtent cependant pas tous à cet exercice. Ainsi la baisse du marché des actions pourrait avoir des effets très divers sur le marché du travail, à des horizons variés, selon qu'elle trouve ou non son origine dans « l'économie réelle ». Rapprocher les deux modèles permet cependant de faire émerger des questions importantes quant au choix des hypothèses sous-jacentes à la projection de l'actif et du passif.

## Bibliographie

Brinson G. P., Singer B.D., Beebower G.L. (1991), "Determinants of portfolio performance II : An update", *Financial Analysts Journal*, May-June 1991, 9 pages

Caisse des Dépôts (2009), « Réforme des paramètres et pilotage technique de l'Ircantec », Document n°5 de la séance plénière du 11 février 2009 du COR, 22 pages [www.cor.retraites.fr](http://www.cor.retraites.fr)

Caisse nationale du régime social des indépendants (2009), « Le régime de retraite complémentaire du régime social des indépendants », *Document n°9 de la séance plénière du 8 avril 2009 du COR*, 9 pages [www.cor.retraites.fr](http://www.cor.retraites.fr)

Conseil d'Orientation des Retraites (2007), Retraites : 20 fiches d'actualisation pour le rendez-vous de 2008 - Cinquième rapport du Conseil d'orientation des retraites, *La documentation française*, 236 pages [www.cor-retraites.fr](http://www.cor-retraites.fr)

Conseil d'Orientation des Retraites (2012), Retraites : perspectives 2020, 2040 et 2060, *Onzième rapport du Conseil d'orientation des retraites*, 145 pages [www.cor-retraites.fr](http://www.cor-retraites.fr)

Faleh A. (2012), Scénarios économiques et techniques d'allocation d'actifs, *Éditions Economica*, 272 pages

Picot J. (2001), « Réserves en répartition : choix ou nécessité », *Lettre de l'Observatoire des Retraites n°12 - mars*, 3 pages [www.observatoire-retraites.org](http://www.observatoire-retraites.org)

[www.cdc.retraites.fr](http://www.cdc.retraites.fr)

Consultez les publications ou abonnez-vous à leur diffusion sur le site : [www.cdc.retraites.fr](http://www.cdc.retraites.fr)  
à la rubrique Études & publications