

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES
Séance plénière du 11 juillet 2018 à 9h30
« Engagements, réserves et dettes du système de retraite »

Document n° 8

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

Éléments d'actualisation du n°3 de *Questions Retraite et Solidarité* : « Les réserves en répartition et leur allocation stratégique : le cas de l'Ircantec »

*Direction des investissements et de la comptabilité,
Caisse des dépôts et consignations*



Paris, le 15 juin 2018

Note à l'attention du Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites

Objet : éléments d'actualisation du n°3 de *Questions Retraite et Solidarité* (« Les réserves en répartition et leur allocation stratégique : le cas de l'Ircantec »).

Le portefeuille de réserves de l'Ircantec s'élève à 10,9 milliards d'euros à fin 2017. Il se répartit en grandes classes d'actifs de taux, actions, immobilier et autres actifs non cotés dans le cadre d'une allocation cible dont l'objectif est d'optimiser le rendement sur le long terme dans la limite des risques acceptés par le régime.

I. La feuille de route 2016-2020 des investissements de l'Ircantec

En avril 2016, le Conseil d'administration de l'Ircantec a décidé de se doter d'une feuille de route pour sa politique de placement, couvrant la période 2016-2020. Cette feuille de route s'articule autour de quatre principes :

1. Optimiser le rendement des investissements sur le long terme, dans la limite des risques acceptés par l'Institution et en cohérence avec sa Charte d'investisseur responsable.

Cette volonté s'articule autour de trois axes que sont la définition d'une allocation stratégique d'actifs au service de la politique d'investissement, la diversification des supports d'investissement et le renforcement du pilotage des portefeuilles.

2. Renforcer la démarche d'investisseur responsable.

Dans la continuité de la dynamique des années passées, l'Ircantec souhaite poursuivre l'intégration de critères ESG dans toutes les classes d'actifs, renforcer le soutien à l'économie locale et au progrès social et approfondir la démarche d'engagement actionnarial.

3. S'inscrire dans une trajectoire d'investissement compatible avec un scénario 2°C en intégrant l'enjeu climatique dans les placements et en finançant la transition vers une économie bas carbone, en cohérence avec les engagements nationaux et internationaux de limitation du réchauffement climatique.

Cette volonté affirmée du Conseil d'administration s'exprime par son engagement aux côtés d'autres institutionnels dans des initiatives publiques mais également auprès de ses prestataires financiers pour que les enjeux climatiques soient mieux pris en compte dans l'investissement. Elle trouve également sa traduction dans l'évaluation de l'exposition du portefeuille aux risques

climatiques et dans la part des investissements consacrée au financement de la transition énergétique et écologique.

4. Être un investisseur de référence dans le champ de la retraite complémentaire à l'échelle européenne, ouvert à ses pairs et parties prenantes en France et à l'international.

II. L'allocation stratégique d'actifs de l'Ircantec

L'allocation stratégique d'actifs de l'Ircantec permet d'optimiser le couple rendement/risque de long terme pour les différentes classes d'actifs dans le cadre d'un scénario macro-économique central, construit à partir du scénario de référence du Conseil d'orientation des retraites (croissance de la productivité de +1,3% et chômage tendanciel de 7%).

Elle est élaborée en tenant compte :

- des paramètres démographiques et financiers du régime, l'hypothèse prise pour la croissance de la masse salariale des contractuels de la fonction publique correspondant à la variante dynamique proposée dans le quatorzième rapport du COR,
- des règles prudentielles de solvabilité fixées par la réforme de 2008,
- d'un objectif de performance long terme qui contribue à respecter les ratios de solvabilité et de pérennité du régime.

L'allocation d'actifs est revue de manière régulière, au moins une fois tous les 4 ans. Dans l'intervalle, entre deux révisions, la robustesse de l'allocation est testée en considération de scénarios macro-économiques alternatifs par rapport au scénario central. Les projections démographiques et financières sous-jacentes sont mises à jour pour chaque test de robustesse.

1. Une allocation stratégique d'actifs revue en 2016

Dans le cadre de la Feuille de route 2016-2020, une nouvelle allocation stratégique d'actifs a été adoptée par le Conseil d'administration du 13 décembre 2016, qui intègre plus finement l'évolution de l'environnement économique et financier, des différents facteurs de risques, du niveau des réserves et la compatibilité avec un scénario 2°C.

Dans les travaux préparatoires à la décision du Conseil d'administration, la Commission de pilotage technique et financier du régime a étudié différentes propositions d'allocations d'actifs à long terme. L'exercice visait à intégrer un certain nombre de contraintes, notamment règlementaires, issues de la réforme de 2008, qui se traduisent par la fixation des contraintes dites de « Solvabilité » et de « Pérennité »¹ qui sont applicables à compter de 2018.

Le contexte dans lequel a été réalisé cet exercice avait sensiblement évolué depuis les travaux conduits en 2011, avec notamment des rendements obligataires historiquement très bas, des risques accrus en raison des niveaux de taux et des risques de perte en capital sur les dettes souveraines.

Parallèlement, le contexte spécifique de l'Ircantec avait également évolué avec des réserves en forte croissance (de 5,5 Md€ à 9,5 Md€) et l'adoption d'une feuille de route par le Conseil d'administration, qui vise à sécuriser le rendement et la valeur du portefeuille de réserves dans le moyen et long terme, à diversifier les supports d'investissement et à rendre les investissements compatibles avec un scénario 2°C.

L'exercice s'est fondé sur le calcul des flux prévisionnels de passif et a utilisé un modèle d'allocation d'actifs développé en interne et audité par le cabinet Mercer. Il reposait sur une étude

¹ Contraintes de Solvabilité (ou de « Précaution ») : le régime doit disposer à l'horizon de 20 ans d'un montant de réserves équivalent au minimum à une année et demie de prestation.
Contrainte de Pérennité : le versement des pensions doit être assuré sur une durée de 30 ans par les cotisations futures et les réserves du régime : Ratio prudentiel de « pérennité ».

ALM (Asset and Liability Management) ou Gestion Actif - Passif, qui a vocation à déterminer la meilleure allocation en termes de rentabilité sous contrainte du respect des engagements du régime et des obligations réglementaires. Le rendement de l'allocation devait ainsi être supérieur ou égal à 3,25%, soit un rendement réel au moins égal à 1,5% (avec une hypothèse d'inflation à 1,75%). Par ailleurs, cette allocation devait avoir un profil équilibré entre les classes d'actifs obligataires et prendre en compte les contraintes de liquidité de chaque type d'actifs obligataires.

Les hypothèses de rendement et de volatilité du modèle ont été les suivantes :

	Rendement	Volatilité
Obligations nominales souveraines	1,1%	4,4%
Obligations Indexés souveraines	1,2%	4,1%
Obligations d'entreprises (Crédit)	1,5%	3,8%
Actions	6,7%	16,5%
Immobilier et autres actifs non cotés	3,3%	10,2%

L'allocation stratégique d'actifs adoptée par le Conseil d'administration du 13 décembre 2016 a finalement été la suivante :

	<i>Obligations souveraines nominales</i>	<i>Obligations souveraines indexées</i>	<i>Obligations d'entreprises (crédit)</i>	<i>Actions</i>	<i>Immobilier et autres actifs non cotés</i>
Allocation	10%	20%	20%	40%	10%

2. L'introduction parallèle d'une gestion dynamique du risque du portefeuille

Dans le cadre de la politique de placement, le Conseil d'administration de l'Ircantec a décidé en juin 2016 de confier à un gérant spécialisé la mise en place d'un dispositif de gestion dynamique du risque du portefeuille.

L'objectif était d'obtenir le même niveau de performance anticipé à long terme que l'allocation stratégique pour un degré de risque moindre, de préserver la stabilité des investissements nécessaires à la politique ISR de l'Ircantec et de limiter les coûts.

Ce dispositif de gestion des risques repose sur une approche :

- globale de l'ensemble du portefeuille,
- systématique permettant de fixer en amont le cadre de risque, les conditions d'intervention et la perte maximale,
- dynamique pour limiter les coûts directs et d'opportunité.

L'objectif d'une gestion dynamique du risque est de créer de l'asymétrie dans le profil rendement/risque des réserves en limitant l'exposition à la baisse tout en préservant le potentiel de hausse.

3. Les marges tactiques de l'allocation stratégique d'actifs

L'allocation stratégique d'actifs définit le cadre rendement/risque du portefeuille de l'Ircantec si le profil de rendement et de volatilité de ses sous-jacents reste cohérent avec les hypothèses du modèle. Toutefois, dans le cas d'évolutions du profil rendement/risque de certains de ses actifs et dans le cadre de la gestion dynamique du risque du portefeuille de l'Ircantec, le Conseil d'administration a souhaité adopter des marges tactiques qui permettent de faire évoluer l'exposition réelle du portefeuille de manière très significative en fonction de l'évolution des marchés. Ces marges sont les suivantes :

	<i>Poids minimal</i>	<i>Poids maximal</i>
Obligations Nominales Souveraines	2%	20%
Obligations Indexées Souveraines	2%	30%
Obligations d'entreprises (Crédits)	5%	30%
Actions	5%	50%
Immobilier et autres actifs non cotés *		

* Il n'y a pas de borne tactique pour l'immobilier et les actifs non cotés ; en revanche, le poids dans l'allocation stratégique correspond à un objectif d'exposition. L'exposition réelle dépend de la montée en charge de ces investissements.

Ces marges de manœuvre tactiques autour d'une allocation stratégique pivot permettent de protéger la valeur du portefeuille en cas de forte correction des marchés actions tout en conservant la possibilité de profiter des rebonds desdits marchés.

III. Un univers d'investissement élargi dans le cadre d'une gestion déléguée

La politique de placement des réserves de l'Ircantec est mise en œuvre dans le cadre d'une gestion déléguée à des entreprises assurant la gestion de portefeuille pour compte de tiers. L'Ircantec sélectionne ces « sociétés de gestion » à l'issue de mises en concurrence opérées dans le respect des dispositions de l'ordonnance n° 2015-899 du 23 juillet 2015 et du décret n° 2016-360 du 25 mars 2016 relatifs aux marchés publics.

Les choix des supports d'investissements sont faits de façon à optimiser la performance financière du régime, donner une souplesse de gestion et à traduire les orientations de gestion propres à l'Ircantec.

Le style de gestion choisi doit permettre un potentiel de surperformance par rapport à un indice de référence choisi et laisser une part à la gestion active.

Dans le cadre du renouvellement des mandats de gestion de l'Ircantec, le Conseil d'administration a décidé en 2016 d'élargir l'univers d'investissement autorisé pour les placements du régime. Ce nouvel univers est le suivant :

- Actions

Actifs stratégiques actions : 80% zone Europe, 20% pays membres de l'OCDE hors zone Europe. Actions de grandes et moyennes capitalisations, actions de petites et moyennes capitalisations Europe (5% des actions)

Actifs tactiques actions : une diversification est possible de façon tactique et opportuniste sur le sous-jacents actions de la zone « Global Emergent » ISR (max 5%)

- Taux

Actifs stratégiques obligataires : taux nominaux (dettes gouvernementales nominales de la zone OCDE de qualité « Investment Grade » avec une prépondérance de la zone euro), dettes d'entreprises, d'agences et de supranationaux, libellées en euros de qualité « Investment Grade », obligations indexées sur l'inflation de la zone OCDE.

Actifs tactiques obligataires : une diversification est possible de façon tactique et opportuniste sur les obligations convertibles essentiellement en zone euro, Europe et OCDE (5% maximum), les dettes d'entreprises OCDE (5% maximum) et dettes Haut rendement euro de qualité minimum BB- (5% maximum).

IV. 100% des réserves gérées selon des principes ISR

Engagée en 2009, la démarche d'Investisseur Socialement Responsable (dite « démarche ISR ») de l'Ircantec se veut simple, progressive et pragmatique. En l'adoptant, l'Ircantec vise à sécuriser ses placements pour agir au mieux des intérêts à long terme de ses bénéficiaires et à prendre en compte, dans ses investissements, les dimensions de préservation de l'environnement et de progrès social.

La Charte ISR du régime et sa Politique de vote encadrent la démarche, dont les deux principaux piliers sont l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (dits « critères ESG ») à la sélection de l'ensemble des investissements ainsi qu'une démarche d'actionnaire actif. En 2017, l'Ircantec a formalisé ses actions en matière d'engagement par l'adoption d'un document cadre intitulé « Politique d'engagement actionnarial et institutionnel ».

La totalité des actifs financiers de l'Ircantec est aujourd'hui gérée selon ces principes ISR. La Charte ISR de l'Ircantec précise les approches et critères extra-financiers prioritaires par grande classe d'actifs ou type de placement.

Pour les obligations souveraines, l'Ircantec investit en priorité dans les États engagés dans des politiques publiques avancées sur les trois piliers ESG (progrès social, préservation de l'environnement, gouvernance exemplaire), par exemple en matière de lutte contre le réchauffement climatique, d'éducation ou de lutte contre la corruption.

Pour les actions et obligations d'entreprises, l'approche retenue par l'Ircantec est de concilier une approche dite « best in class », sur la base des critères définis par le régime, et une exclusion normative. Parmi les critères retenus en priorité figurent, à titre d'exemple, la gestion des ressources en eau, la politique de non-discrimination et la transparence du mode de rémunération des dirigeants.

S'agissant de l'immobilier, l'Ircantec investit en particulier dans des résidences pour personnes âgées et pour étudiants, ainsi que dans des résidences pour vacances sociales. Pour les immeubles déjà présents dans son patrimoine, une attention particulière est portée à la performance énergétique et à la qualité de vie des locataires.

S'agissant des actifs de diversification ou d'impact, l'Ircantec soutient le développement durable des territoires en investissant notamment dans un fonds pour le tourisme social et dans un fonds de financement de projets portés par des collectivités locales. Elle investit également dans des fonds à caractère social et solidaire et a décidé d'allouer 3% de ses réserves à des investissements dans les PME/ETI françaises et européennes, dans des infrastructures et dans des projets de transition écologique et énergétique.

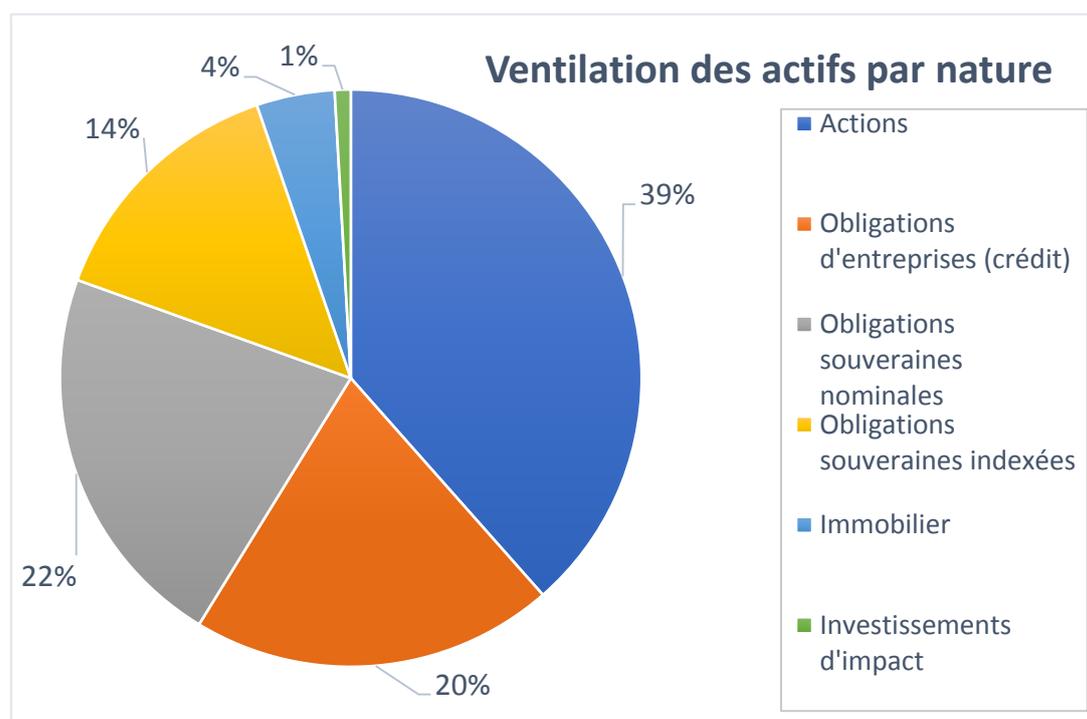
V. Un portefeuille diversifié

Conformément à son règlement financier, les investissements de l'Ircantec sont constitués principalement de Fonds communs de placement (FCP) dédiés pour les classes d'actifs traditionnels auxquelles sont affectés des montants importants. Par ailleurs, pour les investissements de faibles montants ou dans des périodes transitoires, l'Ircantec recourt à des fonds ouverts ou des fonds fermés d'actifs non cotés.

A la date du 31 décembre 2017, les 16 fonds dédiés investis dans des valeurs mobilières (2 FCP actions, 3 FCP diversifiés, 2 FCP indexés, 3 FCP taux nominaux, 3 FCP actions systématiques et 3 FCP investis en obligations d'entreprises libellées en euros) représentent au total 94,8 % des réserves, soit 10,3 milliards d'euros. La poche immobilière, constituée via un organisme de placement collectif immobilier dédié (OPCI), atteint au 31 décembre 2017 474,1 millions d'euros (4,3 % du portefeuille).

La répartition des actifs était la suivante :

Répartition des actifs de l'Ircantec par nature au 31 décembre 2017



S'agissant du poids des obligations souveraines nominales et indexées, le portefeuille des réserves l'Ircantec ne correspond donc pas encore totalement à la nouvelle allocation stratégique. L'adaptation du portefeuille réel à cette nouvelle allocation se fait effet au fur et à mesure du renouvellement des mandats confiés aux différentes sociétés qui assurent la gestion des actifs de l'Ircantec.