



Le Conseil de surveillance

Mai 2006

## DELIBERATION

Le Conseil de surveillance du Fonds de réserve pour les retraites :

Vu les propositions du Directoire présentées au Conseil de surveillance lors de ses réunions du 28 février et du 16 mai 2006 ;

Rappelle qu'il a fixé l'allocation stratégique du Fonds dans sa délibération en date du 2 avril 2003 et qu'il avait, dès ce moment, estimé nécessaire d'être en mesure de réexaminer cette allocation stratégique, afin de tirer les leçons de sa mise en œuvre et de débattre des différents facteurs susceptibles d'en justifier l'adaptation.

Considérant que les principes fondamentaux sous-jacents à cette allocation et affirmés dès 2003 par le Conseil de surveillance demeurent pertinents, à savoir que la politique d'investissement du Fonds doit viser à optimiser à l'horizon 2020, le rendement des placements effectués dans les meilleures conditions de sécurité possibles et sous les contraintes de risque définies ci-après ; que dans sa mise en œuvre, le Fonds contribuera au financement des acteurs économiques et, en particulier, des entreprises et qu'il participera ainsi à la consolidation de leurs perspectives de croissance à long terme, à la création durable de richesses et au développement de l'emploi ; qu'enfin le FRR agit dans l'intérêt de la collectivité et que dans ces conditions, sa politique d'investissement, dont l'exercice de ses droits de vote dans l'intérêt du Fonds fait partie intégrante, doit être cohérente avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré.

Considérant que l'allocation stratégique décidée en 2003 a permis de bâtir les fondements de la politique d'investissement du Fonds, que sa mise en œuvre à partir de l'été 2004 a permis au FRR d'enregistrer de bons résultats grâce au choix fait d'investir une majorité de ses actifs en actions et que, progressivement, celui-ci s'est aussi attaché à décliner une identité d'investisseur responsable, et à mettre en œuvre les actions concrètes qui en découlent, la signature récente des principes élaborés en la matière, sous l'égide de l'ONU, par un groupe d'investisseurs internationaux, en constituant une illustration forte;

Considérant que les analyses fournies par le Directoire mettent en évidence la nécessité de réexaminer les hypothèses de choix fournies en 2003, dans cinq domaines principaux : l'horizon des décaissements du FRR, ses limites de risque, le scénario macro-financier sous-jacent, l'insertion de nouvelles classes d'actifs, la structure géographique des investissements en actions et obligations ;

Considérant qu'il reviendra aux pouvoirs publics de définir avec précision le calendrier et les objectifs de la contribution du FRR à compter de 2020, aux besoins de financement supplémentaires des régimes de retraites éligibles ; qu'une telle définition est nécessaire car

elle constitue un facteur déterminant d'une gestion optimisée des réserves ; que, dès à présent, le Conseil de surveillance a choisi de retenir un scénario technique d'utilisation du Fonds après 2020 cohérent avec les derniers travaux du Conseil d'orientation des retraites ; que ces travaux mettent en évidence des besoins de financement croissants, en particulier entre 2030 et 2040 ; qu'en conséquence, le scénario retenu en 2003 d'un décaissement linéaire du Fonds entre 2020 et 2030 mérite d'être étendu jusqu'en 2040 ; que, ce faisant, l'horizon d'investissement du FRR s'en trouve allongé ;

Considérant que le Conseil de surveillance a retenu en 2003 une limite de risque exprimé comme la minimisation d'une probabilité de perte en capital nominal à l'échéance du Fonds ; qu'il apparaît nécessaire au Conseil de compléter ce critère par un autre indicateur traduisant le probabilité de dégager sur l'ensemble de la période, une performance au moins équivalente au coût moyen des ressources apportées par les pouvoirs publics et que, ce faisant, le FRR devrait d'être en mesure à long terme non seulement de tenir l'objectif d'un risque quasi nul de perte en capital à l'horizon 2020, mais encore de maximiser la probabilité de restituer aux régimes de retraites éligibles, à partir de cette date et sur vingt ans, les sommes qui lui auront été confiées, augmentées au minimum de leur coût pour la collectivité.

Considérant que le Conseil de surveillance a examiné les propositions du Directoire concernant les différentes hypothèses économiques et financières nécessaires aux travaux techniques d'optimisation, en particulier en ce qui concerne les rendements et volatilités des différentes classes d'actifs, le degré de corrélation existant entre elles ; qu'il s'agit d'hypothèses qui ne doivent pas être influencées par des facteurs conjoncturels mais par des vues macro-économiques à long terme ; que les ajustements auxquels le Conseil de Surveillance a procédé par rapport à 2003 restent limitées et que ces hypothèses restent marquées d'un souci de prudence.

Considérant que l'allongement supplémentaire de l'horizon d'investissement du Fonds renforce sa dimension d'investisseur de long terme et lui permet, en conséquence, sous les contraintes de risques ci-dessus définies, d'investir dans des actifs présentant, sur le long terme, une espérance de rendement plus élevée en contrepartie d'une volatilité plus importante à court terme ; qu'une telle stratégie peut se décliner entre d'une part un accroissement de la part des actions et d'autre part, l'insertion de nouveaux actifs, facteurs d'une meilleure diversification du portefeuille qui en réduit le risque global ; que ces nouveaux actifs doivent être choisis en fonction de leurs propriétés économiques et financières, et en particulier du degré d'assurance qu'ils sont susceptibles de procurer en cas d'évolutions économiques adverses, défavorables au marché des actions, principal actif du FRR ; qu'à ce titre, en complément de ce qu'il avait déjà décidé sur le principe pour l'immobilier et le capital-investissement, le Conseil retient deux nouvelles catégories d'actifs : les matières premières et les infrastructures.

Considérant que ce souci de maîtrise du risque global doit également conduire à diversifier davantage la structure géographique des investissements en actions et en obligations ; qu'un rééquilibrage géographique peut être assuré en atténuant le poids relatif de la zone euro, aujourd'hui surpondéré dans le portefeuille d'actifs du Fonds et en élargissant l'univers d'investissement à de nouvelles économies en transition ; que cette recherche d'une meilleure diversification peut, parallèlement, s'accompagner d'un accroissement dans la durée des investissements dans les entreprises établies en France et concourant au financement des régimes de retraite par répartition ;

Considérant qu'il reviendra au Directoire de prendre en compte, de manière progressive, les modifications de l'allocation stratégique du FRR dans les choix d'investissement effectifs du Fonds ; qu'à cette fin, le Directoire conservera des marges de manœuvre tactique pour modifier l'exposition du Fonds aux principales catégories d'actifs autorisées dans le cadre de son allocation cible ; que ces marges tactiques devront être re-dimensionnées, sur la base d'une proposition du Directoire, pour tenir compte de l'adaptation de l'allocation stratégique décidée dans le cadre de cette délibération ;

**Décide des orientations générales suivantes pour la politique de placement du Fonds de réserve pour les retraites :**

**1/** La liste des actifs dans lesquels le Fonds peut investir, telle qu'elle figure en annexe de la présente délibération, est approuvée. Cette liste pourra être modifiée par le Conseil, sur proposition du Directoire<sup>1</sup>.

**2/** L'allocation stratégique du Fonds de Réserve pour les Retraites est adaptée de la façon suivante :

Actions	60 %
Dont Actions de la zone euro	33%
Dont Actions internationales	27%
Obligations	30%
Dont obligations de la zone euro	21%
Dont obligations internationales	9%
Actifs de diversification <sup>2</sup>	10%

**3/** Pour assurer une gestion tactique efficace du Fonds de réserve, le Directoire conservera une marge de manoeuvre autour de l'allocation stratégique cible décidée par le Conseil de surveillance. Le Conseil de surveillance en fixera prochainement les termes.

**4/** Cette délibération sera rendue publique.

---

<sup>1</sup> S'agissant des obligations internationales, souveraines et émises par des Etats non membres de l'OCDE, quasi souveraines et émises par des entités appartenant à des Etats non membres de l'OCDE, le Directoire proposera prochainement au Conseil de surveillance une liste précise.

<sup>2</sup> Capital-investissement, immobilier, matières premières et infrastructures.

## **ANNEXE**

### **LISTE DES ACTIFS**

1/ Produits monétaires ;

2/ Actions cotées de la zone euro et internationales ;

3/ Obligations souveraines et quasi souveraines de la zone euro et internationales ;

4/ Obligations non souveraines de la zone euro et internationales, émises par un émetteur dont la note de crédit à long terme fait partie de la catégorie investissement (notation au moins égale à BBB- pour Standard and Poors et Fitch ou Baa3 pour Moody's) ;

5/ Instruments financiers représentatifs du cours des matières premières ;

6/ Parts de fonds ou véhicules collectifs investissant directement ou indirectement dans l'un des actifs listés aux points 1/ à 5/ ainsi que dans le capital-investissement, l'immobilier ou les opérations d'infrastructures.