



ACTUALITÉS |

# Baisse des rendements dans la retraite collective

**Un benchmark met en évidence des rendements en recul au cours des trois dernières années, dans un environnement de taux d'intérêt durablement bas.**

Par Maud Vannier-Moreau, Ludovic Rossiaud, Nadia Eng, Galea et associés

Le taux de rendement du fonds général d'une compagnie d'assurance est une notion de performance comptable des actifs définie à l'article A331-7 du code des assurances. Il est égal au rapport du produit net des placements considérés au montant moyen en valeur comptable, au cours de l'exercice, de ces placements.

Le produit net des placements est principalement alimenté par les revenus récurrents des placements financiers (coupons obligataires en premier lieu, dividendes des actions, loyers de l'immobilier). Il tient également compte des plus ou moins-values de cessions et des

variations des provisions financières (notamment la reprise sur provision pour risque de dépréciation durable). En revanche, il n'intègre pas les plus ou moins-values latentes.

Dans un environnement de taux d'intérêt durablement bas, le rendement des fonds généraux en euro est conduit à diminuer mécaniquement sous l'effet de la baisse du rendement moyen du portefeuille obligataire, constituant la composante majeure des placements.

D'après le benchmark que nous avons réalisé sur les fonds géné-

raux en euro d'organismes assureurs (une dizaine de compagnies d'assurance et de mutuelles) adossés à des contrats de retraite collective, le taux de rendement (1) a suivi une tendance baissière pour l'ensemble des compagnies d'assurance de notre étude au cours des trois dernières années (lire le tableau page 19).

Le taux de rendement moyen (non pondéré) a ainsi perdu près de 40 points de base sur cette période, passant de 3,86 % au 31 décembre 2012 à 3,48 % au 31 décembre 2015. Sur le panel retenu, la baisse du rendement sur cette période est d'ampleur variable, allant de moins 25 points de base jusqu'à moins 70 points.

**Mise en perspective avec l'allocation d'actifs**

Du fait de la prépondérance de la part obligataire dans la structure des placements (80 % en moyenne), les fonds généraux sont mécaniquement soumis à une forte inertie des rendements qui explique en partie pourquoi la baisse des taux de rendement reste



(1) Le taux de rendement s'entend net des frais de gestion financière et brut des chargements contractuels (ces derniers sont propres à chaque contrat d'assurance). Les rendements communiqués par les compagnies n'ont pas fait l'objet d'un audit de la part des équipes Galea.

ACTUALITÉS |

**Inertie des rendements**

Taux de rendement brut (%)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
<b>Moyen (non pondéré)</b>	<b>3,80%</b>	<b>3,86%</b>	<b>3,86%</b>	<b>3,68%</b>	<b>3,48%</b>
Minimum	3,15%	3,40%	3,50%	3,10%	2,80%
Maximum	4,40%	4,20%	4,15%	4,05%	3,90%
Médian	3,98%	3,82%	3,81%	3,74%	3,56%

Taux de rendement brut du fonds général retraite des compagnies du panel Galéa, de 2011 à 2015

contenue par rapport à la baisse des taux de marché (se reporter au graphique ci-dessous comparant le taux de rendement moyen des fonds généraux au taux de l'OAT à 10 ans).

Néanmoins, une situation de taux durablement bas fait peser un risque de réinvestissement dans des actifs à des taux de plus en plus bas au fur et à mesure de l'arrivée à échéance des anciennes obligations en portefeuille, grevant la performance des fonds généraux à long terme.

Afin de modérer la tendance à la baisse des rendements sur la poche obligataire des fonds généraux, les principales sources de diversification portent sur les actions, l'immobilier et les *spreads* sur les taux. L'illustration comparant la performance annuelle de plusieurs indicateurs financiers montre ainsi qu'à fin

2015, les actions et l'immobilier ont affiché une performance annuelle supérieure aux OAT à 10 ans (sur la base des indices CAC 40 et EDHEC IEIF de l'immobilier non coté (2)).

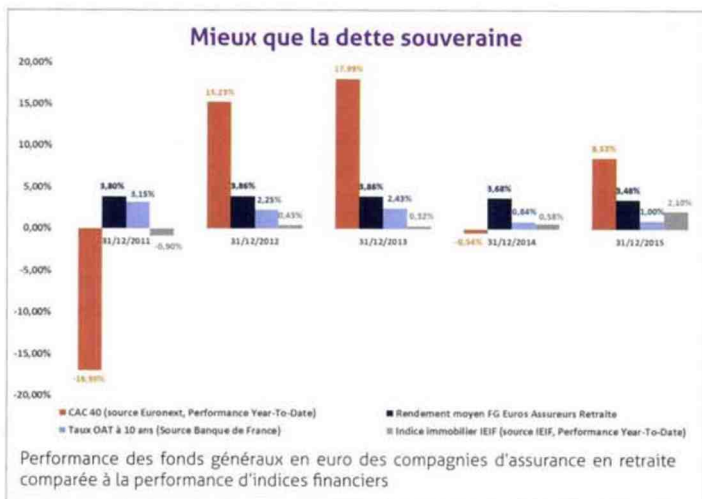
Sur notre panel, la structure de placement de certaines des compagnies d'assurance dont le fonds général a fait mieux que la moyenne se démarque ainsi par un profil plus tourné vers ces classes d'actifs (exemple pour l'une de ces compagnies : rendement brut de 3,70%, pour une moyenne de 3,48%, pour près de 20 % du portefeuille placé en actions et convertibles actions contre une moyenne de 10 % à fin 2015).

L'évolution de l'allocation d'actifs pourra aussi passer par des investissements alternatifs dans des projets dédiés au financement d'infrastructures ou de PME et ETI (plan Juncker au niveau européen...).

Toutefois, les contraintes liées à la directive Solvabilité 2 limitent les possibilités de recherche de performance au travers de ces classes d'actifs plus risquées et consommatrices en capital de solvabilité. La révision de la directive sur les institutions de retraite professionnelle et la probable mise en place de fonds de retraite professionnelle supplémentaire devraient permettre de revenir à des cadres de gestion plus appropriés pour les régimes de retraite.

**Quelles perspectives d'évolution des taux pour 2016 ?**

À l'aune de la reprise modérée de la croissance européenne et des annonces de la Banque centrale européenne le 10 mars dernier (baisse de ses trois taux directeurs, élargissement du programme d'assouplissement quantitatif aux obligations d'entreprises européennes de bonne qualité et prolongation de ce programme jusqu'en mars 2017), les perspectives d'évolution à moyen terme des taux d'intérêt semblent aller dans le sens d'un maintien à des niveaux bas. En témoigne la nouvelle baisse des taux des emprunts d'Etat français à dix ans observée au cours du premier trimestre 2016 après la légère remontée observée en 2015.



Les problématiques d'adossement de la durée des actifs à celle des engagements de retraite sous-jacents apparaissent d'autant plus primordiales pour limiter le risque de réinvestissement et permettre de couvrir durablement les enga-

(2) L'indice de l'Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF) est un indice transactionnel représentatif du marché de l'immobilier d'entreprise en France. Il mesure la performance des parts effectivement échangées d'un portefeuille agrégé de fonds immobiliers non cotés. Les valeurs utilisées sont celles de l'indice nu (performance en capital au travers de l'évolution du prix des parts).



gements de taux techniques et de revaloriser les rentes en service. Dans une optique de gestion des risques à plus long terme, le risque de remontée brutale des taux ne doit cependant pas être écarté. A ce titre, certaines compagnies d'assurance ont adopté une politique de couverture basée sur des produits optionnels de taux.

Au-delà de la performance des actifs, les souscripteurs de contrats collectifs devront être vigilants à l'égard de la politique de mise en provision d'une partie des rendements des actifs généraux (dans la « provision pour participation aux excédents » notamment), et des conditions contractuelles qu'ils ont négociées sur les taux de participa-

tion aux bénéficiaires et sur les prélèvements sur encours en particulier. C'est la combinaison de ces éléments et de la performance des fonds généraux qui donnera le rendement finalement attribué aux provisions.