



**AMINE JOUAHRI**  
actuaire,  
Winter & associés



**FRÉDÉRIC PLANCHET**  
actuaire,  
Winter & associés

## RETRAITE COLLECTIVE

# La garantie inflation

Assurer la pérennité du niveau de vie des retraités dans un régime de retraite collective : les garanties de rendement avec montage inflation sont-elles la solution ?

Dans un contrat de retraite collective, la souscription d'une garantie de rendement avec montage inflation permet d'assurer une revalorisation à hauteur de l'inflation des rentes servies aux retraités (et le maintien de la rente nominale si l'inflation est négative). La référence d'inflation communément admise sur la place pour ce type de garantie correspond à l'évolution annuelle (de décembre à décembre) de l'indice des prix Insee hors tabac - France entière -, ensemble des ménages. Cet indice s'est apprécié de plus de 2,5 % entre décembre 2006 et décembre 2007. Dans un contexte de reprise de l'inflation ces derniers mois, et compte tenu de la préoccupation grandissante des ménages face à l'érosion de leur pouvoir d'achat, la garantie de rendement avec montage inflation est de plus en plus recherchée par les entreprises dans le cadre des contrats collectifs de retraite supplémentaire <sup>(1)</sup>.

## DESCRIPTION DE LA GARANTIE INFLATION

Concrètement, la garantie de rendement avec montage inflation correspond à une décomposition du rendement pour les actifs financiers bénéficiant de cette garantie de la forme «  $i + r$  » avec  $i$  l'inflation constatée et  $r$  le taux de rendement réel de l'actif. En d'autres termes, les provisions mathématiques (PM) au titre des rentes viagères en cours de service adossées à un actif assurant cette garantie sont alors créditées annuellement et viagement des intérêts techniques liés au taux retenu au-delà de l'inflation ( $r$ ) et de capitaux constitutifs de revalorisation dont le montant est égal au produit des provisions d'ouverture par le taux d'inflation constaté sur l'année écoulée ( $i$ ). Le  $r$  dans la garantie évolue en fonction de l'évolution des marchés financiers. Ainsi, le niveau de  $r$  ne peut être fixé ou garanti à l'avance par l'assureur sans que le souscripteur n'acquière une option. Néanmoins, une hausse ou une baisse de  $r$  sur une période donnée peut être justifiée *a posteriori* en fonction de l'évolution de certains indicateurs de marché, essentiellement liés aux courbes de taux :  $r$  dépend en effet à la fois de l'évolution des taux obligataires et de l'évolution de l'inflation, les évolutions relatives de ces deux grandeurs n'étant pas stables.

En effet,  $r$  peut en pratique être estimé à tout moment (à une dizaine de points de base près) selon une formule de calcul basée sur des indicateurs de marché tels que le taux des obligations d'Etat, les *spread* de crédit sur la partie longue de la courbe des taux ou ceux sur la partie courte de la courbe des taux... Il est à noter que les indicateurs de référence et la formule de calcul de  $r$  qui en découle peuvent différer, en fonction de la composition sous-jacente du produit structuré souscrit. En outre, ces indicateurs peuvent interagir de manière non linéaire entre eux. En tout état de cause, l'entreprise souscriptrice peut à tout moment valider la cotation de  $r$  qui lui est communiquée, en récupérant la valeur des indicateurs de marché convenus *a priori* (disponibles pour la plupart sur des sites internet financiers comme fininfo.fr) et en appliquant la formule de calcul préétablie.

Le suivi de l'évolution de  $r$  s'avère particulièrement utile dans le cadre d'un appel d'offres de retraite collective. En effet, la cotation de  $r$  au moment de la réponse de l'assureur à l'appel d'offres peut diverger significativement par rapport à la cotation réalisée au moment du versement de la prime. A ti-

tre d'exemple,  $r$  a baissé d'environ 20 points de base entre avril et juillet 2008 (pour une prime unique de 20 M€ à verser par l'entreprise à l'assureur, cette baisse représente une surprime supérieure à 500 000 €). Au début du mois de juillet 2008,  $r$  s'établissait aux alentours de 2,60 %.

Le suivi de  $r$ , au-delà de la nécessité de transparence vis-à-vis du souscripteur, est de nature à permettre à cette dernière de décider plus facilement du moment opportun pour l'investissement de la prime sur le produit structuré.

## L'ACTIF SOUS-JACENT AUX GARANTIES INFLATION

Le sous-jacent « naturel » pour ce type de garanties est constitué par les OATi (les obligations émises par l'Etat français et in-

### Objectif pouvoir d'achat

De 1970 jusqu'en 2007, le taux réel s'établit en moyenne à 3 %. Il peut être assimilé au taux moyen des emprunts d'Etat (TME), puis à partir de 1997, au taux à échéance constante 10 ans (TEC 10), déduction faite du taux d'inflation constaté chaque année. Le taux d'inflation précité résulte de l'indice des prix à la consommation (IPC) publié par l'Insee, y compris « tabac » jusqu'en 1990 et « hors tabac » par la suite.



Parallèlement, la cotation du taux  $r$  sur les marchés financiers se situe actuellement entre 2 % et 3 %. Autrement dit, le montage inflation permet aujourd'hui de garantir viagèrement un rendement réel (au delà de l'inflation) compris entre 2 % et 3 %. Cela place le taux  $r$  à un niveau comparable au taux réel moyen depuis 1970, et constitue un facteur d'attractivité supplémentaire des entreprises vers ce type de montage.

Quand bien même le taux  $r$  serait inférieur au taux réel moyen, la garantie de rendement avec montage inflation continue de présenter un avantage non négligeable : garantir viagèrement aux retraités un maintien de leur pouvoir d'achat (dans la mesure où leur rente sera revalorisée tous les ans à hauteur de l'inflation), dans un contexte récent où ce pouvoir d'achat a plutôt tendance à baisser au regard des revalorisations octroyées par les régimes de retraite obligatoire.

En outre, la garantie de rendement avec montage inflation est d'autant plus intéressante que le taux d'inflation est élevé ; par exemple, lorsque le taux d'inflation atteint des niveaux à 2 chiffres comme cela a été le cas dans les années 70 et 80, les placements financiers « classiques » sont peu susceptibles de générer un rendement supérieur à l'inflation et donc ne permettent plus de protéger le pouvoir d'achat des retraités.

dexée sur l'inflation), clairement visées par le code des assurances. Toutefois, le faible volume de ces émissions ainsi que l'absence de certaines maturités conduisent à loger en général la garantie de rendement avec montage inflation dans un actif structuré (EMTN) dont le sous-jacent se compose de titres divers ou d'une OATi associée à un *swap inflation*. Ainsi, au moyen d'une étude actif/passif préalable, les obligations acquises (le plus souvent des « zéro coupon ») permettent de rembourser des flux financiers répliquant l'échéancier de passif (projection des pensions de rente sur la base des tables de mortalité retenues dans la tarification de l'assureur). Ces flux financiers sont ensuite échangés, par le biais du *swap inflation*, contre des flux revalorisés de l'inflation.

Le coût d'une garantie de rendement avec un montage inflation est ainsi lié à deux éléments :

- le coût de structuration de l'EMTN ; autrement dit, le coût engagé par l'établissement bancaire sollicité par l'assureur pour mettre en place le produit structuré ; en général, le coût de structuration est, dans une certaine limite, inversement proportionnel au montant de la prime investie et s'élève à quelques points de base (tout au plus une dizaine) ;
- le risque de défaut de la contrepartie lorsque celui-ci est porté par l'assureur ; typiquement, si une entreprise émettrice d'une obligation intégrée dans le produit structuré venait à faire faillite, l'assureur pourrait prendre en charge le défaut de remboursement sur cette obligation, moyennant un coût supplémentaire à la charge du souscripteur ; bien évidemment, ce deuxième coût est directement corrélé à la composition du portefeuille obligataire sous-jacent du produit structuré. Ainsi, un produit structuré incorporant une plus grande proportion d'obligations d'Etat des OATi présente un risque de défaut moins important, toutes choses égales par ailleurs, et en conséquence le coût associé est inférieur.

Finalement, on notera, dans une perspective plus macroéconomique, que  $r$  ne saurait être durablement différent du taux d'intérêt réel à long terme dans l'économie et que la cohérence d'ensemble du dispositif implique de contraindre le taux d'actualisation utilisé pour évaluer les engagements à ne pas dépasser ce taux. Cette logique, *in fine*, demeure cohérente avec les normes prudentielles assurantielles qui imposaient aux taux d'actualisation utilisés dans les contrats de retraite collectifs d'être inférieurs aux taux de marché de 40 % de la valeur de ceux-ci (le taux anticipé ne peut excéder 60 % TME).

Dans un contexte de reprise de l'inflation et de volume relativement modeste des instruments financiers répliquant l'inflation, la mise en place de tels dispositifs reste délicate, mais utile et pertinente pour assurer la garantie implicite de nombreux régimes de retraite collectifs : garantir le niveau du pouvoir d'achat des retraités. •

(1) La contrainte de transformation des institutions de retraite supplémentaire (IRS), introduite par l'article 116 de la loi Fillon du 21 août 2003, a contribué à accroître la demande des entreprises pour ce type de garantie. En effet, les IRS ayant choisi de se transformer en institution de gestion de retraite supplémentaire (IGRS) sont amenées avant le 31 décembre 2008 à transférer leurs provisions et réserves auprès d'un organisme assureur. A cette occasion, un nombre croissant d'entreprises formulent le souhait de souscrire, en complément du contrat de retraite collective « classique », une garantie de rendement avec montage inflation, sous réserve que les actifs financiers transférés soient suffisamment importants pour cela. En effet, il existe un « ticket d'entrée » pour ce type de garantie qui est variable en fonction des assureurs sollicités, mais qui ne saurait être inférieur à 10 M€ de prime unique.