

Etude de la rentabilité du portefeuille du RCAR

Study of the profitability of the RCAR-portfolio

Auteur 1 : Yassine TAIB,
Auteur 2 : CHERKAOUI Kenza,

Yassine TAIB,

Doctorant à la FSJES Salé, UM5 de Rabat

E-mail : yassinetaib2@gmail.com

CHERKAOUI Kenza

Professeur à la FSJES Salé, UM5 de Rabat

Laboratoire en Droit Comparé, Economie Appliquée et

Développement Durable

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : TAIB, Y. and CHERKAOUI, K. (2020), « Etude de la rentabilité du portefeuille du RCAR », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 2 » pp: 159-174.

Date de soumission : Septembre 2020

Date de publication : Octobre 2020

DOI : 10.5281/zenodo.5534186



Copyright © 2020 – ASJ



Résumé :

En tant qu'investisseur institutionnel, le Régime Collectif d'Allocation de Retraite (RCAR) adopte une stratégie de diversification des placements, l'objet de cette stratégie est de réaliser une rentabilité durable et moins sensible au risque spécifique lié à la nature des actifs financiers, ainsi que d'assurer une liquidité permanente de l'ensemble des Poches qui permette au régime de transformer facilement le portefeuille en numéraire en cas de besoin. Le Portefeuille du Régime générale est répartie sur l'ensemble des titres cotés à la bourse ainsi que ceux du marché des bons du Trésor, ces fonds sont alloués d'une manière stricte et rigoureuse par le Comité d'Investissement du régime sous le contrôle et la gestion de la CDG Capitale. En utilisant les apports de Markowitz dans l'étude de la relation rentabilité-risque, le Régime arrive à baisser la sensibilité du portefeuille vis-à-vis du risque sur la période 2012-2015 grâce à l'effet de gestion lié au choix du Régime d'augmenter la part des placements non risqué au portefeuille ainsi qu'à l'effet systématique qui concerne la stabilité du marché obligataire dans cette période. Toutefois, on a relevé l'existence d'autres perspectives d'amélioration de la performance du portefeuille à savoir le remplacement de la Poche action par des placements au marché obligataire et aux OPCVM monétaires.

Mots clés : Régime Collectif d'Allocation de Retraite (RCAR), portefeuille, rentabilité, risque, action, obligation.

Abstract

As an institutional investor, the Collective Retirement Allowance Scheme (RCAR) adopts an investment diversification strategy, the purpose of this strategy is to achieve sustainable profitability and less sensitive to the specific risk linked to the nature of financial assets, as well as to ensure permanent liquidity of all the Pockets which allows the scheme to easily transform the portfolio into cash in case of need.

The General Scheme Portfolio is spread over all securities listed on the stock exchange and on the Treasury bill market, these funds are allocated in a strict and rigorous manner by the Investment Committee of the regime under the control and management of the Capital CDG. By using Markowitz's contributions in the study of the profitability-risk relationship, the Scheme manages to reduce the portfolio's risk sensitivity over the 2012-2012 period-2015

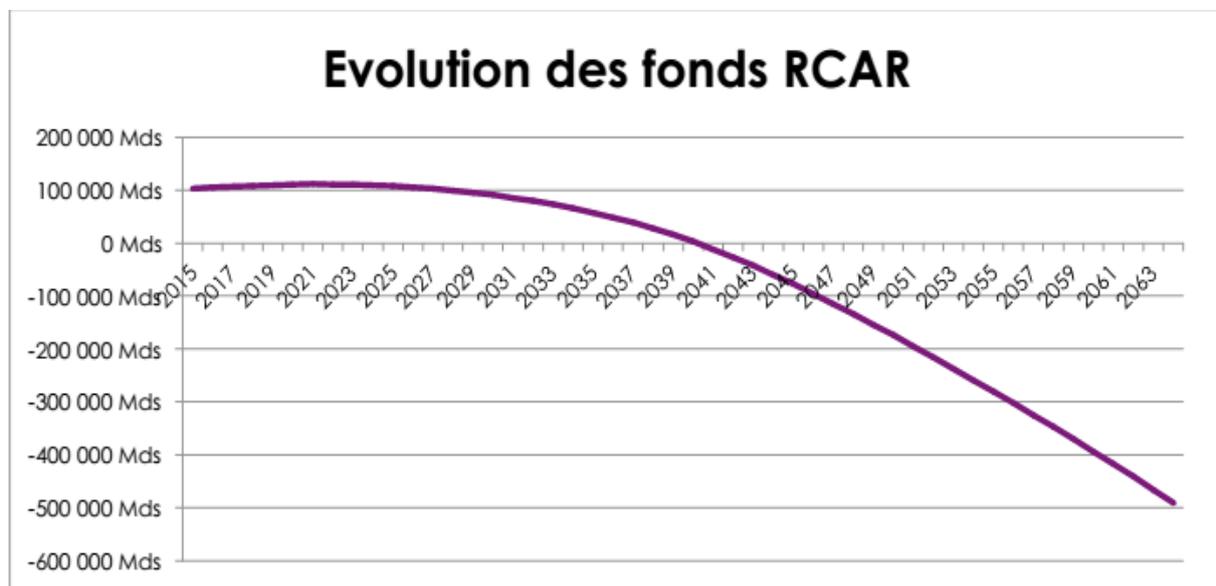
thanks to the management effect linked to the choice of the Scheme to increase the share of non-risky investments in the portfolio and to the systematic effect that concerns the stability of the bond market in this period. However, there were other prospects for improving the portfolio's performance, namely the replacement of the Equity Segment by investments in the bond market and money market UCITS.

Keywords: Collective Retirement Allowance Scheme (RCAR), portfolio, profitability, risk, share, bond.

Introduction :

Face à la fragilité qui caractérise les caisses de retraite au Maroc, notamment en matière de couverture de la population active ainsi que la persistance des déséquilibres structurels, des scénarios de réformes ont été proposés principalement par le gouvernement, la cour des comptes et la commission nationale des retraites¹ qui ont relevé la gravité de la situation et la nécessité de prendre les mesures nécessaires afin d'en améliorer l'efficacité.

Le RCAR est relativement dans la même situation que les autres organismes de prévoyance; sur le plan financier, le premier déficit sera enregistré en 2022 et l'horizon de viabilité du régime se situerait à 2041².



3

Toutefois, le RCAR se considère comme un grand investisseur institutionnel en jouant un rôle majeur dans la mobilisation des fonds, son portefeuille s'élève à 97 274,97 MDH fin 2015 soit 10% du PIB national⁴, ce montant permet à ledit régime de se lancer dans différents

¹ La cour des comptes dans son rapport sur le système de retraite au Maroc ainsi que la réunion de la commission de 2 décembre 2014 ont souligné l'urgence impérieuse d'une réforme profonde.

² Selon le rapport d'activité du RCAR présenté au ministre de l'économie et des finances, les paramètres de calcul sont : le taux de rendement financier (fixé à 5%) ; le taux de revalorisation des pensions (estimé à 3%) ; l'accroissement des affiliés (anticipation de 1% durant les 20 prochaines années) et la table de mortalité (88-90 ans).

³ Rapport d'activité du RCAR 2014 page 41.

⁴ Le PIB nominal en 2015 est de 1000 MMDH

investissements qui peuvent générer, à moyens et long-terme, un rendement important et durable.

L'objectif primordial de cette stratégie est de développer l'épargne des contribuables de façon à répondre aux engagements du Régime vis-à-vis de ses affiliés. A contrario, les réalisations ne répondent pas favorablement aux attentes, la situation du portefeuille en terme de rendement reste inférieure à la moyenne totale des caisses de retraite⁵, ainsi que la poche action contribue négativement dans sa performance⁶, les conséquences de ces données sont significatives, le résultat net du régime a enregistré un déficit de 2.646,33 MDH en 2015 dû à une forte augmentation des charges financières⁷ ainsi qu'une stagnation des revenus des placements, posant par conséquent des grandes inquiétudes concernant la capacité du Régime à remplir son devoir de protection et développement de l'épargne longue. C'est pour cette raison, qu'une recherche approfondie concernant le portefeuille RCAR est essentiel, surtout dans un contexte marqué par l'accentuation des risques financiers ainsi que par la fragilité de l'économie nationale⁸.

Notre étude du portefeuille RCAR portera sur la stratégie du Régime en matière de placement et d'investissement, **la problématique qui a retenu toute notre attention concerne l'étude de la relation rentabilité-risque du portefeuille et plus particulièrement de la Poche Actions, ainsi que la recherche des nouvelles perspectives liées à l'amélioration de la performance du portefeuille global.**

Section 1 : La structure du portefeuille RCAR :

La CDG Capital, à travers le Pôle Prévoyance, gère et centralise la retraite du personnel des Etablissements publics soumis au contrôle financier de l'Etat ainsi que celle du personnel non titulaire de l'Etat et des collectivités locales, cette gestion se base sur un mandat bien défini

⁵ Le taux moyen de rendement comptable des 4 régimes de retraite est de 6,45% sur la période 2003-2011, alors qu'il est de 5,8% pour le RCAR

⁶ La Poche actions tire la performance à la baisse avec -2,32% en 2014 et -2,8% en 2015

⁷ Plus précisément les pertes sur réalisation de placement, notant que la même situation s'est constatée en 2013 et 2014

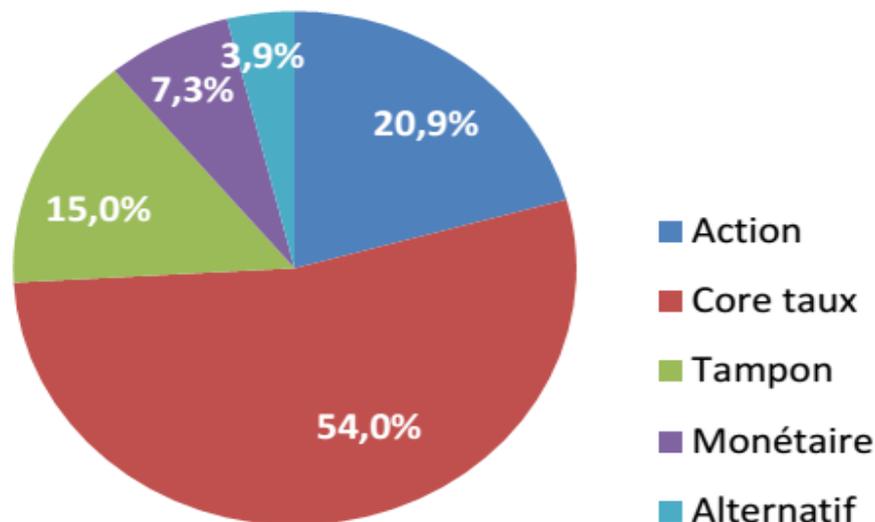
⁸ La cour des comptes a souligné dans son rapport de 2013 l'aggravation des risques financiers liés à la fragilité du système de retraite ; de l'autre côté les pouvoirs publics ont exprimé l'incapacité du budget étatique de répondre à un tel effondrement du système.

entre les pouvoirs publics et le Groupe CDG, il s'agit de déterminer les proportions à investir ainsi que les Poches d'actifs concernés. C'est pour cela que nous allons analyser en premier lieu la structure du portefeuille afin d'en relever les principales caractéristiques.

L'encours global du portefeuille RCAR est en accroissement continu, passant de 82 MMDH en 2012 à 103 MMDH en 2015, soit une augmentation de 25,6%. Cette hausse est relativement due à l'effet positif de l'injection des tickets des nouveaux adhérents au Régime tels que LYDEC, l'OCP et la RADEEMA.

Le portefeuille RCAR est structurellement réparti de la façon suivante :

Allocation du portefeuille par Classe d'actif



9

- *La Poche Core Taux :*

La poche Core taux est de loin la principale poche génératrice de revenus destinés à couvrir les appels du passif sur le long terme, elle représente 76% de l'actif global du RCAR RG pour un encours de 78,8 MMDH en 2015. Sa gestion est basée sur une augmentation continue de son encours global jusqu'à atteindre sa taille cible fixée à horizon 2020. Elle vise également

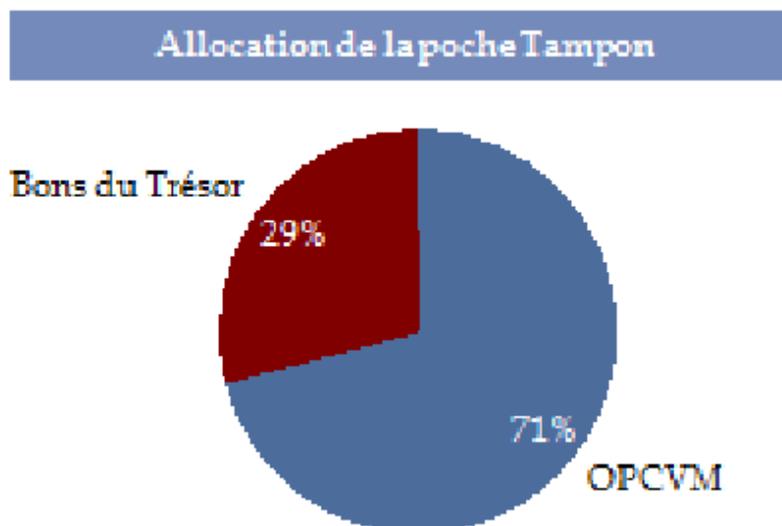
⁹ Le rapport d'activité du RCAR 2015

l'objectif de maximisation de son niveau de yield déterminé par les taux de rendement moyens des achats sur ce segment long terme.

Vu la situation du marché long-terme depuis 2012, l'implémentation de cette poche a concerné principalement les bons du trésor de maturité 30 ans pour un volume total de 8,4 MMDH. L'encours de la Poche s'élève à 55,8 MMDH durant l'exercice 2015.

- *La Poche Tampon :*

L'objet de cette Poche est de garantir un niveau de liquidité optimale via des investissements en obligations moyen terme et en bons de trésor. Le Régime fait recours aux OPCVM pour le segment obligataire, si l'objectif est d'investir sans avoir un risque de perte sur le moyen terme, la finalité d'avoir cette Poche est d'assurer la convertibilité rapide d'un segment du portefeuille en numéraire pour répondre aux exigences prudentielles en termes de liquidité à moyens terme

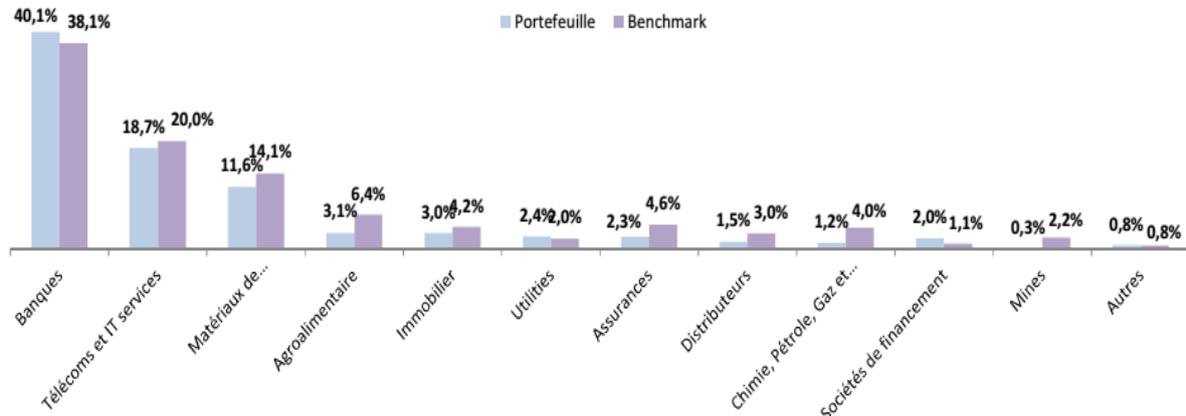


- *Poche monétaire :*

Contrairement à la Poche Tampon qui sert à assurer la liquidité à moyen terme, la Poche monétaire est investis en quasi-totalité en OPCVM monétaire et court terme lui garantissant la liquidité nécessaire pour répondre aux appels du passif et aux éventuels achats sur les autres poches à court terme.

- *Poche actions :*

C'est la poche la plus exposée au risque de perte lié aux caractéristiques des titres ainsi que la situation du marché, les investissements de la Poche concernent des secteurs sous-pondérés dans le portefeuille pour un montant de 1,8 MMDH seulement dans l'exercice 2015.



10

On remarque que les titres du secteur bancaire et celui de télécommunication occupent la grande part avec respectivement 40,1% et 18,7%. Le choix de ladite Poche, en termes de diversification, de détermination des proportions à investir ainsi qu'au niveau d'exposition au risque sera l'objet de la deuxième section de ce chapitre.

Le portefeuille International est composé d'une seule ligne de participation à savoir Vivendi, la valeur marché de cette participation est de 1 231 MDH en 2015.

- *Poche des investissements alternatifs :*

Cette poche est composée de deux segments :

D'abord, le portefeuille Private Equality, constitué de deux lignes de participations pour un encours brut total de 2 808 MDH composé de la façon suivante :

- 7,7% du capital de la Société Nationale d'Investissement SNI représentant 82% de la valeur de l'encours brut.
- 6,68% du capital d'Alliances Darna représentant 18% de l'encours.

¹⁰ La structure de la Poche actions durant l'exercice 2015.

Ensuite, le portefeuille immobilier se compose de trois actifs pour un encours brut total de 1 207MDH, on souligne l'actif Casanearshore, représentant 41%, l'actif de l'Université Internationale de Rabat représentant 12% et l'actif '*les patios*' représentant 36% de cet encours.

Section 2 : Analyse de la performance :

Il faut noter d'abord que les directives du comité d'investissement, en tant qu'Organe central des décisions financières au sein du RCAR, s'intéressent plus particulièrement à la fixation des allocations stratégiques de façon à répondre aux équilibres financiers et de couvrir les engagements du régime surtout à moyens et long-terme. Pour ce faire, le choix du portefeuille repose sur une diversification stricte des fonds sur l'ensemble des activités économiques et financières.

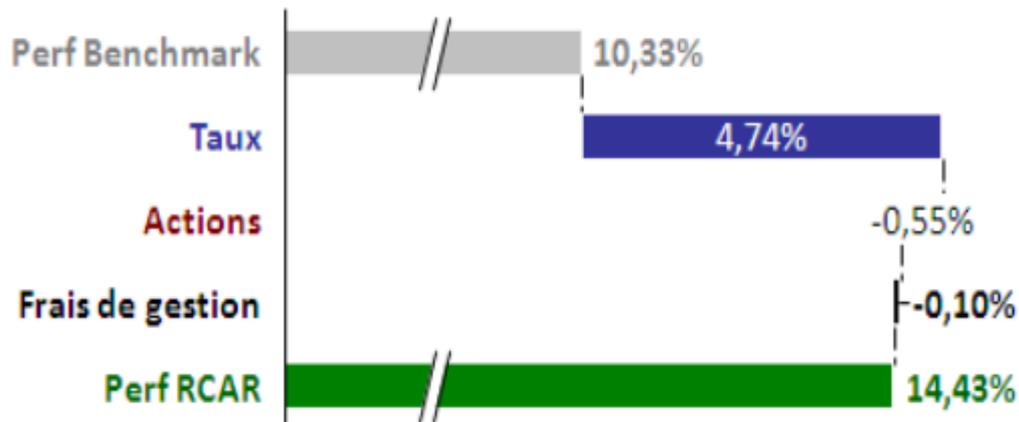
On peut étudier la performance de cette diversification sur la base de deux hypothèses :

- 1. Il n'y a de performance significative qu'à la condition d'une persistance dans le temps. Un excellent placement sur une seule année peut se révéler désastreux l'année suivante. En conséquence, le caractère systématique doit être pris en compte.**
- 2. La logique financière classique fondée sur le couple rentabilité-risque amène à mesurer la performance ajustée au risque (rentabilité rapportée au risque donné). Par conséquent, elle nécessite le recours à une norme : « un benchmark » c'est-à-dire un portefeuille de référence, un indice boursier, ou un modèle.**

11

¹¹ Gestion de Portefeuille, Dominique POINCELOT

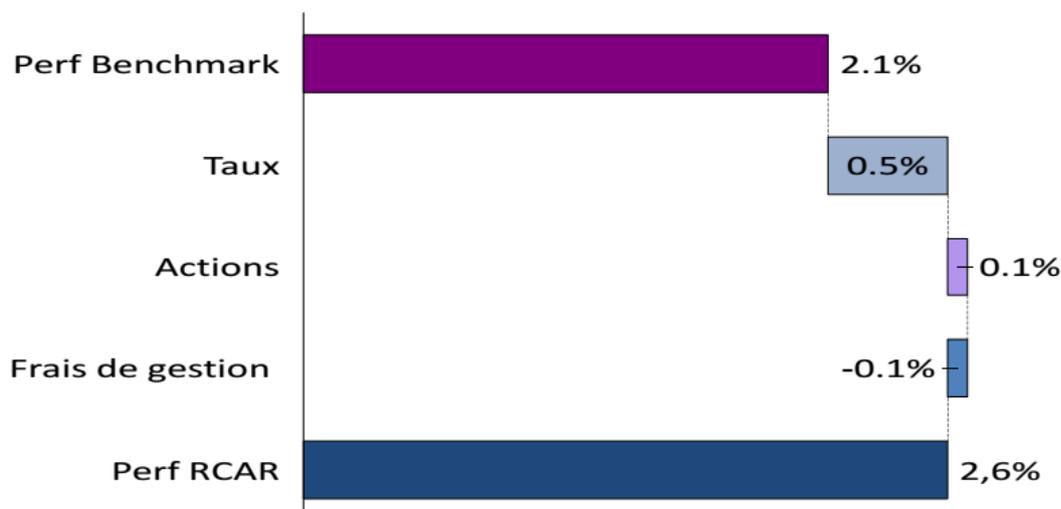
Attribution de performance par classe d'actif



12

Durant la période 2012-2015, la performance du portefeuille a dépassé celle du Benchmark grâce à l'effet positif de la Poche obligataire due à la baisse des taux sur le compartiment à long-terme. Le RCAR a pu relever une rentabilité moyenne de 3% soit plus de 25 MMDH.

L'amélioration de la performance à long-terme est positivement corrélée avec l'augmentation régulière des actifs sans risque, nous avons souligné à titre d'exemple que la Poche Core taux représente actuellement 54% du portefeuille globale au lieu de 47% trois ans plus tard. Le Régime Collectif continu de renforcer ses placements obligataires vu qu'ils sont moins sensibles au risque de marché et plus génératrice des flux.



13

¹² Situation du Portefeuille RG durant la période 2012-2014

¹³ Situation du portefeuille RCAR RG fin 2015

La performance financière du portefeuille est positive et supérieure au Benchmark durant l'exercice 2015, cette performance a contribué à hauteur de **2,8MMDH** à l'appréciation des encours et compense les appels du passif qui ont porté sur **2,65MMDH**. Toutefois, la dynamique d'investissement n'a pas eu d'effet majeur sur la structure et la performance globale du portefeuille qui reste dominée par les produits de taux à hauteur de 75%.

- **Les apports de Markowitz pour l'efficience du portefeuille**

Les travaux de Markowitz se basent sur l'existence d'un portefeuille efficient tel que :

- ✓ Pour une rentabilité R_p , il n'existe pas d'autres portefeuilles moins risqués.
- ✓ Pour un risque X_p , il n'existe pas d'autres portefeuilles de rentabilité supérieure.

Cette analyse est fondée sur l'étude du couple rentabilité risque à objectif de faire sortir le meilleur rapport entre les deux. Toutefois, le modèle de Markowitz est de structure à long terme et pas au jour le jour, ce qui signifie qu'on doit avoir une période assez longue pour que le modèle soit plus significatif.

- *Données historiques*

(R_p) : la rentabilité du portefeuille

R_i : la rentabilité du titre i

X_i : la proportion du titre i dans le portefeuille

R_f : le rendement du titre sans risque

σ_i : le risque du titre i

σ_p : le risque du portefeuille

R_{pf} : rendement du portefeuille sans risque

	R_i	R_f	σ_i	X_{i2012}	X_{i2013}	X_{i2014}	X_{i2015}
Poche action	-1%	-	10%	25%	20%	20,7%	20,9%
Poche Taux		5%		41%	49%	47%	54%
Poche monétaire		1,5%		9%	6%	11%	6,2%
Tampon alternatif	5%	3,5%	6%	15%	19%	17,3%	15%

14

D'après ce tableau, on va déterminer le portefeuille efficient :

Sachant que : $R_p = \sum x_i (R_i)$; $\sigma_p = \sum x_i (\sigma_i)$

$$R_{p2012} = (-1\% * 25\%) + (5\% * 41\%) + (1,5\% * 9\%) + (3,5\% * 15\%) + (5\% * 10\%)$$

$$= 2,96\%$$

$$R_{p2013} = (-1\% * 20\%) + (5\% * 49\%) + (1,5\% * 6\%) + (3,5\% * 19\%) + (5\% * 6\%)$$

$$= 3,30\%$$

$$R_{p2014} = (-1\% * 20,7\%) + (5\% * 47\%) + (1,5\% * 11\%) + (3,5\% * 17,3\%) + (5\% * 4\%)$$

$$= 3,11\%$$

$$R_{p2015} = (-1\% * 20,9\%) + (5\% * 54\%) + (1,5\% * 6,2\%) + (3,5\% * 15\%) + (5\% * 3,9\%)$$

$$= 3,30\%$$

On considère que le portefeuille RCAR est composé des titres sans risque ($\sigma_p = 0$), le rendement du portefeuille sera :

$$R_{pf} = (5\% * 74,9\%) + (1,5\% * 6,2\%) + (3,5\% * 18,9\%) = \underline{4,5\%}$$

¹⁴ Calcul de l'auteur.

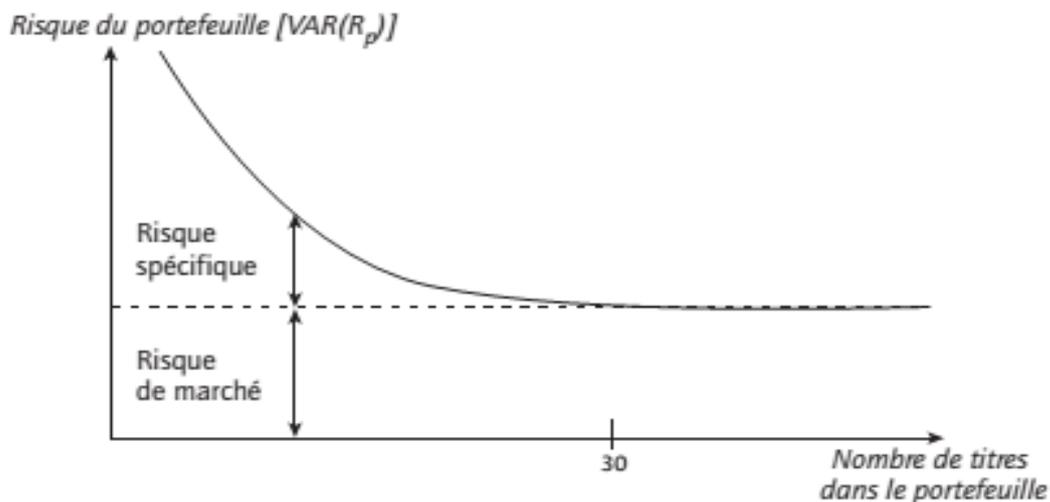
$$\sigma_{p2012} = (10\% * 25\%) + (6\% * 10\%) = 3,1\%$$

$$\sigma_{p2013} = (10\% * 20\%) + (6\% * 6\%) = 2,36\%$$

$$\sigma_{p2014} = (10\% * 20,7\%) + (6\% * 4\%) = 2,31\%$$

$$\sigma_{p2015} = (10\% * 20,9\%) + (6\% * 3,9\%) = 2,32\%$$

D'abord, on souligne que la diversification a eu un effet significatif sur la réduction du risque qui a passé de 3,1% à 2,32%. Ce qui confirme les études théoriques en la matière.

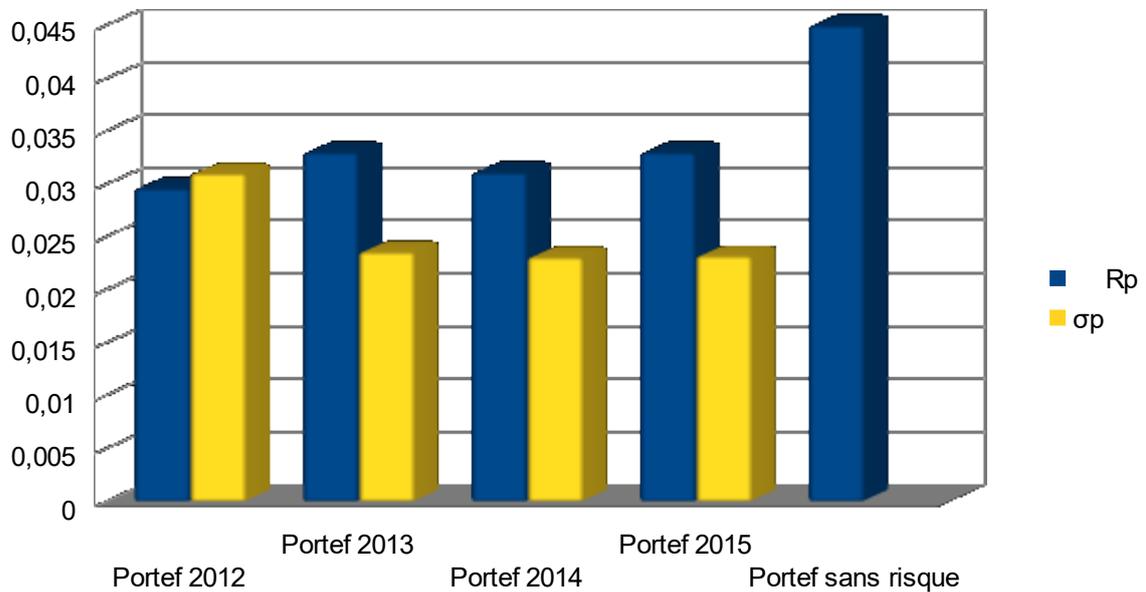


15

De l'autre côté, le portefeuille performant qui maximise le rendement avec un risque faible comparativement aux autres cas possibles est celui de 2015, la rentabilité s'élève à 3,3% pour un niveau du risque de l'ordre de 2,32%. Cela vient essentiellement du choix de placement et d'investissement du Régime, on remarque que l'augmentation des actifs sans risques d'une part et la déduction des actions d'autre part entraîne à la fois une amélioration de la rentabilité ainsi qu'un allègement de la sensibilité du portefeuille au risque globale.

Toutefois, Il est clair que la performance du portefeuille est corrélée avec le choix en matière de diversification, une meilleure allocation des fonds peut permettre au RCAR de réaliser un meilleur rapport entre rendement-risque et même de dépasser la performance du Benchmark.

¹⁵ Plus que le nombre des titres augmente, plus que le risque baisse, toutefois le risque reste toujours positif.



16

D'après ce qui se précède nous pouvons tirer les conclusions suivantes :

- Le portefeuille global est structurellement dominé par la Poche taux qui se compose des obligations et des bons du trésor à moyen et long terme.
- La diversification du portefeuille est favorable à l'environnement économique et contribue au financement de l'ensemble des secteurs, soit par des prises de participations directes aux capitaux des entités concernées ou bien à travers le recours aux marchés des taux à long terme.
- La performance moyenne de l'ensemble des Poches est supérieure à celle du Benchmark.
- En utilisant les apports de Markowitz dans l'étude de la relation rendement-risque, le Régime arrive à baisser la sensibilité du portefeuille vis-à-vis du risque sur la période 2012-2015, grâce à l'effet de gestion lié au choix du Régime d'augmenter la part des

¹⁶ Calcule de l'auteur

placements non risqués au portefeuille ainsi qu'à l'effet systématique qui concerne la stabilité du marché obligataire dans cette période.

- Toutefois, on a relevé l'existence d'autres perspectives d'amélioration de la performance du portefeuille à savoir le remplacement de la Poche action par des placements au marché obligataire et aux OPCVM monétaire.
- Certes, le RCAR contribue au dynamisme du marché des actions, mais cela entraîne des pertes latentes considérables, le Régime voit sa Poche action se déprécie fortement à cause du risque non diversifiable lié au marché d'une part et des risques spécifiques aux caractéristiques des sociétés émettrices.
- Il faut souligner aussi que Les indices obligataires MBI (Moroccan Bonds Index) ont connu une stabilité. Le MBI Global a fini l'année 2015 avec une performance de +3,98% alors que l'indice MASI accuse un repli de 7,2% dans la même année. Cela confirme que le marché des taux est plus avantageux à l'investissement.

Bibliographie :

Rapport d'activité du RCAR, 2014

Rapport d'activité du RCAR, 2015

Rapport de la cour des comptes sur le système de retraite au Maroc, 2013.

Dominique POINCELOT () Gestion de portefeuille cours et application.

Davide SWENSEN. (2009), Gestion de portefeuille institutionnelle,

Roland GILLET, George HUBNER. (2009), La gestion de portefeuille, instruments, stratégie et performance 3eme édition.

Robert GOFFIN . (1999), Principes de Finance Moderne,

Pascal ALPHONSE. (2013) Gestion de portefeuille et Marchés Financiers.

Pascal GRANDIN. La gestion de portefeuille d'actions, cahier 128, (1998)