



Association internationale de la sécurité sociale

**Conférence internationale sur l'investissement  
des fonds de la sécurité sociale**

Mérida, Mexique, 27-28 septembre 2005

---

**La gestion des risques au sein du  
portefeuille**

***Le moteur des investissements de la  
sécurité sociale jordanienne: un partenaire  
stratégique du développement économique***

**Khalid Wassef Al-Wazani**  
Directeur général  
Institution de sécurité sociale  
Jordanie

---

ISSA/INVESTMENT CONFERENCE/MERIDA/2005

# La gestion des risques au sein du portefeuille

## Le moteur des investissements de la sécurité sociale jordanienne: un partenaire stratégique du développement économique

**Khalid Wassef Al-Wazani**  
**Directeur général**  
**Institution de sécurité sociale**  
**Jordanie**

### La Jordanie dans l'économie mondiale

Ces cinq dernières années, l'économie de la Jordanie est parvenue à surmonter les effets de l'instabilité qui régnait au Moyen-Orient. En 2004, le taux de croissance réel a atteint 7,6 pour cent, reflétant ainsi la forte croissance et les conditions économiques favorables dont bénéficie l'économie jordanienne. Citons, entre autres, des ressources humaines hautement qualifiées, un climat politique stable, des incitations aux investissements et des accords de libre échange préférentiels conclus avec les Etats-Unis, l'Europe et tous les pays arabes. Les principaux indicateurs économiques pour 2004 sont les suivants:

Produit intérieur brut (PIB)	JOD <sup>1</sup> 8 164 millions
Revenu par habitant	JOD 1 534 au prix du marché actuel
Croissance réelle du PIB	7,6 pour cent
Taux d'escompte	4,25 pour cent

### L'Institution de la sécurité sociale jordanienne

Le régime de sécurité sociale jordanien a commencé à fonctionner début 1980. A la fermeture des régimes militaires et de la fonction publique dans les vingt années à venir, le régime sera le seul régime de retraite public du Royaume. Le régime est exploité et géré par l'Institution de sécurité sociale (*Social Security Corporation* (SSC)) de Jordanie, qui a été mise en place conformément à la loi provisoire sur la sécurité sociale no 30 de 1978 et qui a commencé son activité en janvier 1980. La SSC est un organisme indépendant dirigé par un Conseil d'administration tripartite dont les activités s'étendent à la gestion et au contrôle à la fois des activités d'assurance et d'investissement du régime sur la base des pouvoirs que la loi lui confère. La décision du Conseil d'administration de créer un service d'investissements semi-indépendant capable – avec l'aide du secteur privé – de prendre des décisions d'investissements plus agressives dans l'économie, figure au nombre des politiques fructueuses mises en oeuvre par l'Institution depuis qu'elle existe. Le Service d'investissements du régime de la sécurité sociale (*Investment Unit of the Social Security*

---

<sup>1</sup> JOD = dinar jordanien. USD 1,00 = JOD 0,71, en août 2005.

*Scheme* (IUSS)) a été mis en place début 2002 et dispose d'un Conseil d'administration composé de sept administrateurs dont quatre viennent du secteur privé. Les trois autres administrateurs – le directeur général, le représentant des employés et celui des employeurs – viennent du Conseil d'administration de la SSC. Le Président de l'IUSS fait partie des quatre membres du Conseil d'administration qui représentent le secteur privé. Il est nommé par le Premier Ministre sur recommandation du Président de la SSC qui, en vertu de la loi, est le ministre du Travail.

## **Les investissements de l'Institution de la sécurité sociale**

Le fonds de placement de la SSC est passé de JOD 4,2 millions (soit près de USD 6,5 millions), en 1980, à plus de JOD 3,5 milliards (soit près de USD 4,9 milliards) à l'heure actuelle, ce qui représente près de 42,2 pour cent du PIB jordanien. La SSC accorde une grande importance à l'expansion et à la diversification de ses investissements en vue d'obtenir des rendements suffisants pour garantir sa capacité à répondre de ses obligations. En même temps, l'Institution s'efforce de procéder à des investissements qui apportent des avantages sociaux et économiques à l'appui de ses objectifs pour l'économie nationale en créant de nouveaux emplois, en augmentant la production et en renforçant les bases de l'économie du pays. Les décisions par la SSC en matière d'investissements sont conformes aux lignes directrices stratégiques approuvées par le Conseil d'administration.

### **Mission de la Commission des investissements de l'Institution de la sécurité sociale**

"Préserver la valeur réelle des actifs et générer en permanence les liquidités nécessaires pour répondre aux engagements de la SSC. Cet objectif sera atteint en tenant compte des intérêts nationaux de la Jordanie et en mettant en application et en respectant les normes d'investissements et les codes d'éthique conformément aux meilleures pratiques internationales relatives à la gestion des fonds de pension."

L'IUSS a adopté les lignes directrices stratégiques suivantes qui ont été publiées en 2002 par le Conseil d'administration:

- investissements au niveau national et au niveau international uniquement dans les cas où les possibilités d'investir en Jordanie sont limitées;
- diversifier les investissements de manière à réduire au minimum les risques et à maximiser les bénéfices, prêter une attention particulière aux transformations de l'économie et au climat général en matière d'investissements et adopter les normes d'investissements internationales et régionales;
- éviter la spéculation sur le marché des instruments dérivés et les marchés des changes et se concentrer sur l'application des principes de base de l'investissement;
- préserver la valeur réelle des actifs;
- améliorer le processus de prise de décisions d'investissement en s'inspirant des expériences internationales et des meilleures pratiques et en faisant bénéficier les employés d'une formation professionnelle approfondie.

Ces stratégies sont mises en oeuvre par le biais des principes et objectifs d'investissements suivants:

- une approche conservatrice en vue de préserver les actifs et les réserves de la SSC;
- maintenir la valeur réelle des actifs;
- obtenir la rentabilité maximale pour allonger la période d'équilibre actuarielle;

- fournir les liquidités nécessaires pour répondre aux obligations et aux dettes actuelles et à court terme;
- participer à des projets qui ont une influence positive sur l'économie nationale ainsi qu'un effet de développement.

Pour atteindre ces objectifs, la SSC a recours aux instruments financiers suivants.

- Instruments du marché monétaire.
- Obligations (bons du Trésor et obligations émises par des entreprises).
- Prêts.
- Actions négociables (cotées en Bourse).
- Capitaux risque (non cotés).
- Fonds communs de placement (FCP).
- Immobilier.

La SSC est autorisée à se diversifier sur les marchés internationaux sous réserve de concertation avec la Banque centrale de Jordanie et de l'approbation des lignes directrices par le gouvernement.

Afin de mettre en application les stratégies susmentionnées, l'IUSS gère le fonds de placement en ayant recours aux instruments d'investissements suivants.

- Actions dans des entreprises publiques nouvelles et existantes par le biais d'investissements directs ou de la Bourse d'Amman (*Amman Stock Exchange* (ASE)).
- Investissements dans des titres à revenu fixe à long terme tels que prêts et obligations ainsi que contrats CET (de construction – exploitation – transfert).
- Investissements à court terme tels que dépôts, bons du Trésor et obligations, et certificats de dépôts.
- Mise en valeur et achat de terrains, d'immobilier de rapport, d'hôtels, etc.
- Tout instrument financier approuvé par le Conseil d'administration.

L'Institution est particulièrement intéressée par les projets stratégiques qui influencent l'économie nationale. Le tableau 1 montre la distribution des investissements de la SSC pendant la période 2000 à 2004. Le tableau 2 montre l'allocation des actifs investis en fonction des objectifs stratégiques.

**Tableau 1. Actifs investis par l'Institution de la sécurité sociale en 2000-2004**

**En millions de JOD:**

Année	Actifs en actions	Actifs en titres à revenu fixe	Immobilier	Comptes bancaires	Total actifs investis	Rendement total	Rendement moyen annualisé (%)
2000	346,6	281,1	63,6	756,4	1 447,7	85,5	6,2
2001	475,7	232,6	84,3	789,8	1 582,5	72,6	4,8
2002	503,0	369,7	92,4	690,3	1 674,1	68,9	4,4
2003	698,5	648,7	108,9	471,4	1 927,5	56,4	3,0
2004	1 265,3	729,3	134,2	409,4	2 538,2	84,9	3,8

En pourcentage:

Année	Actifs en actions	Actifs en titres à revenu fixe	Immobilier	Comptes bancaires	Total actifs investis
2000	23,9	19,4	4,3	52,2	100
2001	30,1	14,6	5,3	50,0	100
2002	30,2	22,3	5,5	42,0	100
2003	36,2	33,6	5,6	24,4	100
2004	49,8	28,7	5,2	16,1	100

**Tableau 2.** Allocation stratégique des actifs investis de l'Institution de la sécurité sociale en fonction des objectifs

Type d'investissement	Court terme (%)	Long terme (%)
<b>Monétaires</b>	<b>20-50</b>	<b>10-20</b>
<b>Obligations:</b>	<b>7-40</b>	<b>20-45</b>
Bons du Trésor	6-20	10-25
Obligations de sociétés Internationales	1-10 0-10	5-10 5-10
<b>Actions:</b>	<b>25-52</b>	<b>35-65</b>
Cotées en Bourse	17-30	25-40
Capitaux risque Internationales	8-20 0-2	10-20 0-5
<b>Prêts</b>	<b>7-15</b>	<b>10-20</b>
<b>Immobilier</b>	<b>3-15</b>	<b>10-20</b>

## Principales lignes directrices d'investissement de la commission des investissements de l'Institution de la sécurité sociale

Les lignes directrices de placement suivantes ont été adoptées par le Conseil d'administration de l'IUSS conformément aux meilleures pratiques et avec l'aide d'experts internationaux.

- **"Investissements nationaux:** la priorité est accordée aux investissements de valeur nationaux dans le cadre de paramètres et de normes qui garantissent la sécurité des investissements et qui répondent aux besoins en liquidités.
- **Diversité des investissements:** diversifier les investissements en se concentrant sur les investissements à moyen et à long termes pour réduire les risques et garantir les rendements les plus élevés possibles.
- **Investissements fondamentaux:** éviter les instruments spéculatifs et baser les décisions d'investissements sur les données économiques fondamentales.
- **Protection contre l'inflation:** investir dans des instruments qui garantissent la valeur réelle du fonds.
- **Code d'éthique:** éviter tout conflit entre les gestionnaires du fonds de pension et les intérêts individuels."

## Lignes directrices pour l'évaluation

Des normes générales ont été adoptées pour évaluer les risques du fonds de pension. Une norme du sommet à la base a été également utilisée pour analyser les risques des

investissements dans le portefeuille. Cette norme définit les principaux risques puis les risques mineurs.

## **Evaluation des risques du fonds de pension en fonction de la situation actuelle**

- Les actifs permettent de financer les dettes: l'objectif des fonds de pension est de fournir des avantages pour la période actuelle et future à leurs membres et bénéficiaires, d'où l'importance d'analyses actuarielles.
- Comportement attendu des actifs par rapport aux risques: un risque résulte de l'incapacité à atteindre les rendements requis pour répondre des dettes dues à un comportement inattendu des fonds investis. Ce comportement inattendu peut être le résultat de nombreux risques internes et externes. Pour éviter les risques du marché l'IUSS applique les mesures suivantes:
  - révision périodique des allocations d'actifs pour maîtriser les risques du marché et confirmer les hypothèses et les mesures quantitatives de la diversification des actifs;
  - mesure des performances à long terme – l'étude des performances à long terme se concentre sur les niveaux d'actifs et sur le niveau total du fonds pour définir le rendement de différents types d'actifs pendant les périodes passées où le coefficient de risque du marché a accru les risques;
  - éviter les risques internes, l'IUSS adopte le principe de la diversification des actifs étant donné que le marché financier jordanien est relativement restreint et pâtit de la concentration sectorielle (secteur bancaire) et de la concentration à l'intérieur même du secteur;
  - l'IUSS évalue actuellement sa politique d'investissements et envisage d'investir à l'étranger pour réduire les risques et se conformer aux pratiques de diversification internationales ayant fait preuve de leur solidité.

## **La gestion des risques du portefeuille de l'Institution de la sécurité sociale**

### **Action stratégiques et portefeuille négociable**

L'instrument de diversification des actions stratégiques se fonde sur les normes d'investissement internationales pour déterminer la diversification idéale des actions pour le portefeuille de la SSC. Différentes alternatives ont été appliquées pour diversifier les actions à l'intérieur des portefeuilles sectoriels (secteur bancaire, industrie, services, assurances) pour maximiser les rendements à différents niveaux de risques en tenant compte des facteurs suivants: 1) la restructuration du portefeuille pour l'harmoniser avec les normes internationales pour les fonds de pension publics, et 2) détermination des ratios de participation antérieurs pour certaines entreprises.

Les actions stratégiques et le portefeuille négociable ont été déterminés comme suit:

- restructuration du portefeuille récent pour chaque secteur en vue d'assurer les rendements attendus les plus élevés compte tenu des différents niveaux de risques;
- restructuration de la diversification idéale pour des rendements plus élevés et de faibles risques par comparaison avec la récente méthode de diversification du portefeuille de la SSC;

- définition des niveaux les plus élevés et les plus bas d'actions détenues et les actions sélectionnées pour chaque entreprise pour maintenir le rendement et le risque à l'intérieur de la fourchette qui obtient le rendement le plus élevé pour le risque le plus faible;
- le portefeuille négociable a été déterminé sur la base du transfert de 2 pour cent de la valeur du portefeuille au portefeuille négociable et en maintenant le rendement attendu le plus élevé pour le portefeuille stratégique;
- l'IUSS a exclu les entreprises non cotées en Bourse et effectué une étude d'évaluation de chaque entreprise pour déterminer ses futures performances financières.

Les instruments de mesure du risque pour les investissements en actions comportent 1) l'écart type; 2) le ratio Sharpe; 3) la valeur exposée au risque et 4) la sensibilité. La mise en application de ces mesures exige une base de données financière. L'IUSS a lancé un projet et les données relatives aux actions bancaires sont désormais disponibles.

## Portefeuille obligataire

Le marché obligataire de l'Etat jordanien présente les caractéristiques suivantes: instabilité des obligations émises, faible niveau de transactions à la Bourse des valeurs d'Amman, prix du marché non disponibles pour les actions, des obligations de différentes durations ne sont pas disponibles, les rendements à l'échéance des obligations de différentes durations ne sont pas disponibles, la valeur nominale des obligations est élevée. La politique d'investissement de l'IUSS pour les obligations consiste à les conserver jusqu'à leur échéance (stratégie d'achat et de conservation), en tenant compte de la situation du marché obligataire et des liquidités du fonds de pension de la SSC. L'IUSS se concentre sur le *cash flow* des obligations sans tenir compte de leur valeur marchande. Le portefeuille dépend du *cash flow* exposé aux risques.

Le marché obligataire jordanien n'est pas très actif et il n'existe pas de courbes de rendement si bien que les mesures du risque dépendent de la valeur marchande des obligations qui est applicable au portefeuille. L'étude des risques devra se concentrer sur le *cash flow* et sur l'effet des variations des taux d'intérêt ainsi que sur leur effet sur les rendements du portefeuille. L'IUSS utilise des mesures du risque traditionnelles qui sont la durée et la valeur exposée aux risques. Ces mesures ont besoin de données sur les courbes des rendements antérieurs des obligations à long terme et faute de données disponibles, un indicateur supplétif peut être appliqué comme suit.

- L'utilisation de taux d'intérêt appliqués aux obligations émises entre 1999 et 2004 par la Banque centrale de Jordanie.
- L'utilisation des taux d'intérêts du passé appliqués aux dépôts et aux emprunts contractés auprès de banques commerciales. Les risques des dépôts et des obligations avec des durations similaires sont différents, si bien que l'on peut prendre la distribution des variations des taux d'intérêts appliqués aux prêts plutôt que la distribution des taux d'intérêts appliqués aux dépôts. On part de l'hypothèse que les variations des taux d'intérêt appliqués aux prêts s'appliquent aux variations des taux d'intérêts appliqués aux obligations.
- Evaluation de la corrélation entre les taux d'intérêts appliqués aux bons du Trésor des Etats-Unis et les taux d'intérêts appliqués aux bons du Trésor jordanien pour la même durée et utilisation de cette corrélation pour déterminer la distribution potentielle des taux d'intérêts jordaniens qui dépendent de la distribution des taux

d'intérêts des Etats-Unis. Ce principal dépend d'une politique de couplage du dinar jordanien au dollar des Etats-Unis.

## **Portefeuille de prêts**

La Jordanie ne dispose pas d'une institution financière spécialisée dans l'évaluation des prêts et il n'existe pas non plus de rapports sur les performances financières du passé des débiteurs. L'IUSS projette de mettre en place une banque de données des rapports financiers sur les entreprises cotées en Bourse pour classer et chiffrer les différents prêts en fonction de leurs niveaux de risques.

## **Portefeuille immobilier**

L'IUSS dépend de trois paramètres pour valoriser annuellement l'immobilier. Les écarts de valorisation sont utilisés pour calculer l'éventail potentiel des prix de l'immobilier et pour mesurer la valeur exposée aux risques du portefeuille immobilier. L'IAS 39 (*International Accounting Standard* (normes comptables internationales)) est appliquée aux investissements immobiliers. La plupart des placements immobiliers de la SSC concernent des hôtels cinq étoiles et des stations touristiques en Jordanie.

## **Conclusion**

On peut dire que la SSC est l'une des plus brillantes réussites des politiques d'investissements de sa région. Il n'est pas exagéré de dire que les politiques d'investissements de la SSC ont démontré la robustesse du processus de prise de décisions au sein de l'Institution. Le fait que la SSC ait commencé à fonctionner avec un prêt de JOD 50 000, contracté auprès de l'Etat jordanien, et qu'après vingt-cinq années de fonctionnement cet emprunt ait été remboursé et qu'un portefeuille de plus de JOD 3,5 milliards (USD 4,9 milliards) ait été constitué, prouve bien l'efficacité des politiques et des lignes directrices d'investissement de l'Institution.

Dans quasiment tous les secteurs économiques du Royaume, la SSC est considérée comme étant à la fois le plus grand et le plus important investisseur de l'économie jordanienne. Les investisseurs étrangers recherchent un partenariat avec la SSC lorsqu'ils décident de se lancer dans de nouveaux projets d'investissements dans le pays, en particulier des projets de privatisation. Il n'existe pratiquement aucun projet d'infrastructure sans investissements de la SSC. La solidité et l'efficacité des décisions d'investissements de la SSC sont un exemple pour les régimes de sécurité sociale tant dans les pays en développement que dans les pays développés.