

La gestion financière de l'épargne retraite repose sur la segmentation des épargnants en fonction du risque accepté et les stratégies d'investissement appliquées à chaque segment. Mais il faut prévoir le passage des épargnants d'une catégorie à l'autre au fur et à mesure qu'ils se rapprochent de l'âge de la retraite.



**Guy Cabessa**  
Directeur général  
Interépargne  
Groupe Banques populaires

## Pour une gestion plus dynamique de l'épargne retraite

**F**ace aux évolutions socio-économiques de ces vingt dernières années, les comportements face à l'épargne à long terme ont profondément changé. Avec la diminution programmée des prestations des régimes de retraite par répartition, ce phénomène s'est encore accentué. Les particuliers cherchent à sécuriser leur avenir : depuis le début des années 90, les Français épargnent en moyenne plus de 13 % de leur revenu disponible annuel.

De leur côté, les entreprises n'ont aujourd'hui plus guère de choix. Dans un en-

vironnement de plus en plus agressif, elles exploitent toutes les voies pour accéder à une plus grande flexibilité, notamment en reconsidérant la gestion de leurs ressources humaines. Les avantages en nature, les avantages sociaux et la prévoyance prennent une part de plus en plus importante dans la rémunération des salariés. Ces instruments présentent une grande souplesse car ils peuvent être liés à la performance de l'entreprise et modulés suivant les catégories de collaborateurs. Rassemblés sous le concept de «rémunéra-

tion globale», ils sont un outil de dynamisation de la gestion financière et un instrument de mobilisation et de fidélisation des salariés.

## De nouvelles exigences

Considérant les besoins des uns et des autres, le législateur a encouragé le développement de formules de rémunération favorables à l'accroissement de l'épargne individuelle via l'entreprise (abondement versé par l'entreprise, exonérations fiscales et sociales significatives en contrepartie du blocage des sommes pendant un certain nombre d'années). Par extension, ces dispositions ont débouché sur la mise en place de nouveaux systèmes de retraite complémentaire, que ce soit dans les domaines de l'assurance vie collective, de l'épargne salariale ou des futurs fonds de pension.

L'épargne retraite est traditionnellement gérée de façon « mutualisée ». Elle s'appuie sur une analyse globale de la population d'épargnants. Après étude de la pyramide des âges et en fonction des tables de mortalité, l'âge actuariel de la population est déterminé et un échéancier prévisionnel des flux de capitaux sortants et entrants est construit. Sur ces bases, le gestionnaire définit une stratégie d'investissement répondant au profil moyen de cette population.

Cette méthode est généralement employée pour les contrats de type rente viagère ou pour les contrats en francs de type article 83 du CGI. Les compagnies d'assurance sont par ailleurs soumises à des contraintes réglementaires qui ne leur permettent pas d'investir de façon significative sur les marchés actions, ce qui restreint les perspectives de performances.

La validité de cette approche dépend de la structure même de la population et du niveau de diversité de ses attentes. Or, il n'y a plus aujourd'hui de placement fédérateur, offrant à la fois un niveau de performance et un niveau de sécurité satisfaisant pour les épargnants (à l'exemple des Sicav monétaires à la fin des années 80). De fait, certains épargnants restent fermement attachés à la sécurité de leur épargne, quand d'autres se tournent vers le marché des actions.

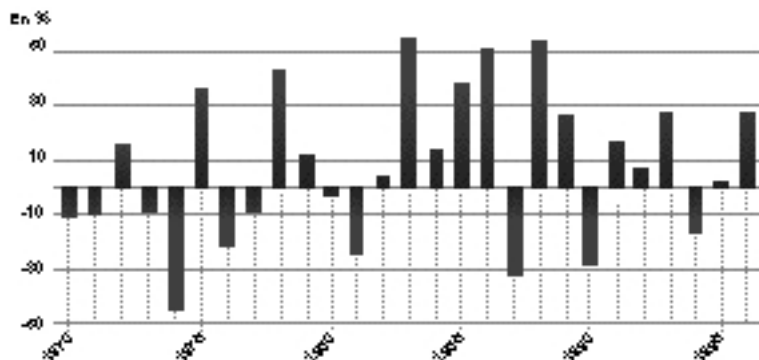
## Des solutions différenciées mais évolutives

Ainsi, compte tenu de l'ouverture à la concurrence, des évolutions des marchés financiers et de la diversité des attentes des salariés, les gestionnaires doivent développer une gestion financière plus dynamique tout en restant dans un cadre parfaitement maîtrisé.

Le gestionnaire de l'épargne retraite doit :

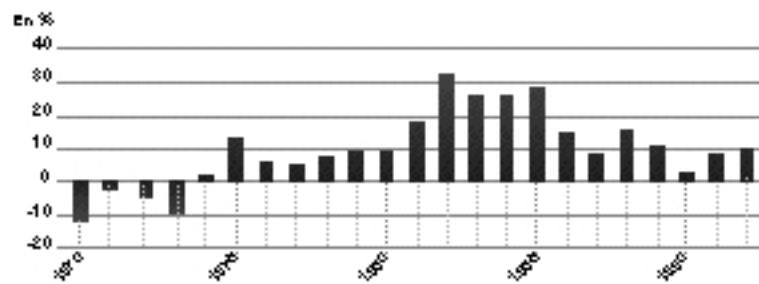
- offrir des solutions non seulement différenciées car les attentes des épargnants sont diverses, mais aussi évolutives car le niveau d'acceptabilité du risque varie dans la vie de l'individu ;
- établir et préconiser un schéma d'investissement complet et maîtrisé. L'objectif n'est pas de bâtir un système dans lequel chaque épargnant s'improvise spéculateur, et risque, à force d'instabilité, de sacrifier une épargne destinée à la retraite. Il s'agit plutôt d'offrir une solution administrée capable de répondre dans la durée aux attentes de chacun et qui permet d'obtenir à terme une performance supérieure aux rendements dits sécuritaires ;
- élaborer un dispositif opérationnel. Le gérant ne pouvant administrer autant de portefeuilles qu'il y a d'épargnants, il est nécessaire de regrouper les individus en classes homogènes et de leur appliquer, à

### ① Performances des actions françaises sur 1 an (hors inflation)

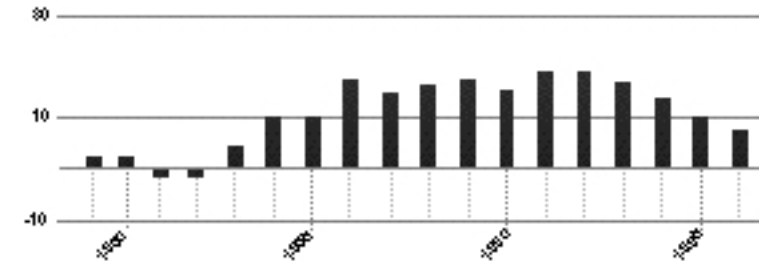


### Performances annualisées des actions françaises

#### ② Sur 5 ans (hors inflation)



#### ③ Sur 10 ans (hors inflation)



un moment donné, un mode de gestion commun.

Les clés de la réussite d'un tel dispositif sont la qualité de la segmentation de la population d'épargnants et la qualité des stratégies d'investissement appliquées à chaque segment.

## Segmenter les épargnants en fonction du degré de risque accepté

La segmentation a pour objectif de découper une population hétérogène en classes homogènes. Sachant qu'à chaque classe correspond une stratégie d'investissement plus ou moins offensive, le critère de segmentation doit nécessairement traduire le niveau de risque accepté par chacun.

Mais la perception du risque est à la fois subjective, abstraite (la volatilité est un indicateur peu familier du grand public) et instable (les attentes des individus évoluent). Aussi, l'élément objectif communément retenu pour traduire le niveau de risque accepté par un individu est son horizon de placement, c'est-à-dire le nombre d'années qui le séparent de la retraite (ou de son espérance de vie). On peut en effet admettre a priori qu'un épargnant est d'autant plus enclin à prendre des risques qu'il est éloigné de la date de son départ à la retraite, et d'autant plus attaché à la sauvegarde de son capital qu'il s'en rapproche. Ce critère est par ailleurs très efficace car il permet de placer les individus sur une échelle commune, objective et glissante.

Le nombre de segments dépend alors de deux critères majeurs : à chaque segment doit correspondre un degré différent de risque accepté par l'épargnant, et donc une stratégie de gestion différente. Une stratégie de gestion offensive est définie et proposée aux individus appartenant au segment le plus éloigné de la retraite. Chaque segment suivant fait l'objet d'une stratégie de gestion sécurisant progressivement l'épargne. Il doit couvrir une période suffisante pour «valoriser» la gestion qui s'y rapporte. Ainsi, l'observation (hors inflation) du marché français des actions depuis 1970 montre que les risques de pertes en capital sont importants sur les périodes d'un an, mais qu'ils sont très réduits pour des durées de placement de 5 ans ou de 10 ans ①, ②, ③. Cette durée pourrait être au contraire plus courte pour des placements plus sécuritaires. Il est donc concevable de retenir des intervalles de durées différentes.

Il est ainsi possible de gérer simplement un dispositif dans lequel chaque individu rejoint directement le segment d'épargnants qui partagent le même horizon de placement que lui et, a priori, la même perception du risque. De même, chaque indi-

vidu «bascule» d'une stratégie à une autre à mesure qu'il se rapproche de la retraite.

Au-delà de la pertinence de cette segmentation, l'efficacité de la gestion financière de l'épargne retraite dépend de l'optimisation des stratégies d'investissements appliquées à chaque segment.

## Optimiser les stratégies d'investissements

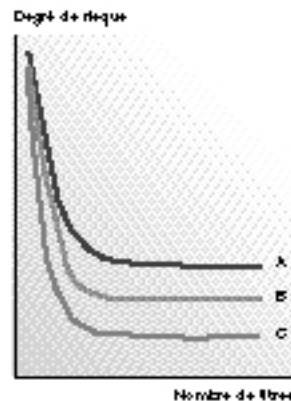
Optimiser et maximiser les performances sont deux notions différentes. Admis par tous les investisseurs, le principe de la supériorité du rendement des marchés actions sur les marchés de taux doit être évalué au regard du niveau de risque encouru. Ainsi, la qualité de la stratégie d'investissement ne s'apprécie pas sur la base de la performance obtenue en termes absolus.

En matière d'épargne retraite, le niveau de risque acceptable est en quelque sorte posé au départ. Il s'agit donc pour le gérant de privilégier les actifs qui offrent le meilleur rendement tout en satisfaisant à cette contrainte de risque défini.

Pour ce faire, les calculs de performances sont aujourd'hui systématiquement combinés avec des analyses de volatilité. Celle-ci traduit la dispersion des performances pour un placement donné. Elle permet ainsi de hiérarchiser les placements en fonction de leur degré relatif de risque et de rendement.

Par ailleurs, au-delà du risque inhérent à un instrument particulier, le risque du portefeuille doit être apprécié dans sa globalité. Il est également fonction de la corrélation entre les différents actifs qui le composent. La diversification d'un portefeuille en actifs très faiblement corrélés permet de réduire notablement le risque de ce dernier ④.

### ④ Niveau de diversification et risque du portefeuille



- A Portefeuille actions contenant un seul actif.
- B Portefeuille actions diversifié avec des actifs très corrélés entre eux.
- C Portefeuille actions diversifié avec des actifs très faiblement corrélés entre eux.

Le gérant peut déterminer, pour chaque niveau de risque (et donc pour chaque horizon de placement), un portefeuille dit «efficient» à l'aide des techniques quantitatives d'allocations d'actifs (Markowitz). Celui-ci permet de privilégier les actifs les plus performants, tout en diversifiant les portefeuilles de manière à réduire leur risque global.

## Respecter le principe de progressivité des allocations d'actifs

Le deuxième principe à observer en matière de stratégie d'investissement de l'épargne retraite est la progressivité des allocations d'actifs. Le salarié parcourt la gamme des stratégies des plus offensives vers les moins risquées. De fait, il serait certainement inquiet à l'idée de quitter un support offensif après un krach boursier, et de «figer» brutalement sa perte sur un support monétaire. Mais en faisant varier très graduellement les allocations d'actifs d'une stratégie sur l'autre, le gestionnaire garantit au salarié de bonnes transitions entre les segments. Ainsi, l'individu quittant une forme de placement

au plus mauvais moment pourra bénéficier de la reprise du marché sur le support suivant. Cette continuité des allocations d'actifs est essentielle pour garantir l'efficacité et la sécurité de ces systèmes «à bascules».

L'observation des marchés financiers, les modèles et les outils à la disposition des gestionnaires apportent des solutions qui intègrent mieux, sur le long terme, la gestion du risque de l'épargnant et la recherche de la performance.

En pratique cependant, les particuliers peuvent se montrer réticents à entrer dans un système où leur épargne peut être investie sur des marchés qu'ils jugent trop risqués. C'est pourquoi les systèmes mis en place offrent souvent des ouvertures qui permettent aux salariés de conduire eux-mêmes la gestion de leur épargne : pour éviter tout dérapage spéculatif de l'épargne retraite, les montages les plus judicieux donnent la possibilité au salarié de placer son épargne sur un support moins risqué que celui prescrit par son horizon de placement.

Les solutions sont donc multiples et il faut notamment encourager les entreprises françaises à souscrire à ce dispositif de gestion financière dynamique, évolutive et sûre de l'épargne retraite des salariés. ■