

PLACEMENTS

Gérer les retraites

Pour garantir un rendement, le fonds de réserve des retraites devrait combiner investissements en capital-risque et placements en obligations.

LE BABY-BOOM DE L'APRÈS-guerre a longtemps permis de gérer les caisses de retraite sans se préoccuper du lendemain. Mais celui-ci contenait en germe le *papy-krach* dans lequel nous sommes déjà entrés et la prévoyance commandait, dès les années 1980, la constitution d'une épargne pour assurer l'équilibre durable du système. Les Américains et les Japonais ont depuis longtemps institué des fonds de pension qui gèrent une épargne individuelle ou des fonds de réserve qui, alimentés par une épargne collective, régulent les systèmes de répartition.

En France, la décision de lancer un fonds de réserve vient d'être prise par Dominique Strauss-Khan. Certes, l'ini-

tiative est encore timide puisque la dotation budgétaire de ce fonds se réduit à deux milliards de francs et il faudra rapidement augmenter ce chiffre. L'État a déjà décidé d'affecter 18 milliards qui proviendront de la vente des Caisses d'épargne.

Mais il faut d'ores et déjà définir des règles financières qui assurent une efficacité maximale de la gestion de cette épargne. Elles doivent découler d'une réponse appropriée à deux questions : quels sont les objectifs assignés au fonds de réserve pour sécuriser l'épargne sur le long terme ? Comment atteindre le rendement maximal du système ? Les gérants de ce fonds devront savoir tirer toutes les leçons de l'expérience des années passées et de la théorie financière. Tentons d'en dégager les principales.

PRÉSERVER LA VALEUR NOMINALE, C'EST BIEN...

Quels sont les objectifs ? A quelle échéance les bénéficiaires doivent-ils récupérer les fonds et en vue de quelle utilisation ? Selon la réponse donnée à ces deux questions, l'allocation sera différente. Pour les fonds de pension qui versent une retraite

complémentaire à des cadres supérieurs, un objectif agressif comme celui d'une indexation de la rentabilité sur les performances économiques peut se concevoir et justifier une prédilection pour les actions. Le fonds de réserve doit, quant à lui, réguler le système de répartition : ce sont des retraites de base dont il faut assurer le paiement. Pour le gérant, la traduction financière de cet impératif n'est pas la recherche d'un rendement maximal de ses placements, mais d'abord la garantie d'un rendement plancher. Cependant, les instruments réputés sûrs, comme les obligations à taux fixe ou les placements monétaires, ne sont pas nécessairement les mieux appropriés pour atteindre cet objectif.

Un cas élémentaire permet de le comprendre. Supposons que le gérant du fonds ait comme objectif principal de garantir le montant des pensions qu'il doit verser. Plus exactement, il souhaite limiter à 5 % la probabilité de perte en capital. Pour des pensions qui devront être perçues à un horizon d'un an, une analyse sur les performances passées des placements montre qu'il doit investir plus de 75 % du capital en obligations et limiter l'investissement en actions à 10 %.



DENIS DUPRÉ*
Maître de conférences



PASCAL LOUVET
Professeur

ESA de Grenoble

* Auteur de «Gestion financière des fonds de retraite» Editions Economica, 1999.

Pour des pensions à verser dans cinq ans, la proportion d'actions devient la plus importante et atteint 40 % (graphiques 1 et 2).

Naturellement, pour des pensions plus lointaines, la part des actions pourra encore augmenter. Ainsi les fonds de pension anglo-

“ Le fonds de réserve doit réguler le système de répartition. ”

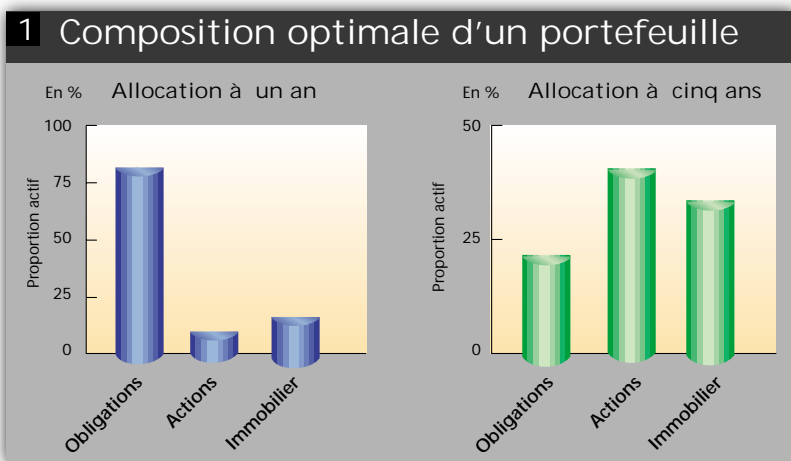
saxons investissent majoritairement en actions. Cette règle observée empiriquement découle d'un principe de plus en plus étudié en finance : celui de la réduction du risque par diversification temporelle. En simplifiant, la logique est la suivante : si, sur une année, il y a une chance sur deux que l'action offre une mauvaise performance, la probabilité d'obtenir deux années de suite une mauvaise performance est réduite à un quart et il n'y a plus qu'une chance sur trente-deux de subir cinq années de vaches maigres. Les bonnes années compensant plus ou moins les mauvaises, le risque au total s'en trouve réduit. Ainsi, l'écart de risque entre

plus fort rendement, séduiront davantage.

Selon le rapport Charpin, les premiers compléments de pension que devra planifier le fonds de réserve n'interviendront pas avant 2005 et les versements massifs s'étaleront sur la période 2010-2040. La durée moyenne de détention des capitaux justifie de ce point de vue un investissement majoritaire en actions.

... GARANTIR LE POUVOIR D'ACHAT, C'EST MIEUX

Dans l'exemple précédent, l'objectif supposé du gérant était avant tout de préserver le capital en valeur nominale. En réalité, les retraités, comme l'Etat, sont plus soucieux de garantir le pouvoir d'achat de leur pension. Aujourd'hui, l'absence d'inflation supprime la distorsion entre gains réels et nominaux. Mais demain, qu'en sera-t-il ? Déjà, de nombreux économistes prévoient un retour de l'inflation sur le long terme. Si tel est le cas, le gérant doit se fixer des objectifs en termes de pouvoir d'achat. Sous cet angle, un nouveau regard sur le passé offre un argument supplémentaire pour le placement en actions. Non seule-



actions et obligations qui est grand sur le court terme, incite le gérant de fonds à privilégier les obligations pour garantir son capital ; sur le long terme, l'écart diminuant, les actions qui promettent toujours un

ment les obligations à taux fixe (et les Sicav monétaires) sur le long terme perdent leur avantage par le jeu de la diversification temporelle, mais elles s'avèrent un piètre instrument pour garantir le pou-

Banque d'investissement

voir d'achat.

LE RÔLE DES OATI

Les obligations à taux nominal fixe sont donc un mauvais support pour se prémunir d'un retour de l'inflation. En revanche, si c'est le taux d'intérêt réel qui est fixe, elles deviennent l'instrument idéal pour atteindre l'objectif plancher. Ceci est possible depuis 1998, date à laquelle l'Etat a décidé d'émettre des obligations indexées sur l'inflation (OATI). Cette première émission laisse présager d'un recours plus régulier à ce type d'instrument pour financer les besoins de l'Etat. En effet, une partie substantielle des recettes prévisionnelles de l'Etat dépend de l'évolution du pouvoir d'achat. L'orthodoxie budgétaire qui commande d'adosser dépenses et recettes l'incitera naturellement à émettre un volant substantiel d'OATI. Il y a ici convergence d'intérêt de l'Etat gestionnaire du Budget et de l'Etat garant du système de retraite. Le taux réel de la première émission de 3 % offre au souscripteur une augmentation de l'ordre de 40 % du pouvoir d'achat en moins de dix ans. L'idéal pour le fonds de réserve serait de trouver des titres de plus longue maturité. L'Etat pourra-t-il proposer de telles obligations ?

L'ALLOCATION IDÉALE COMPORTE UNE INDEXATION PARTIELLE À L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Tout en respectant l'impératif de garantir un pouvoir d'achat minimal, il n'est pas impensable de rechercher le rendement le plus élevé possible. Ceci est d'autant plus souhaitable que la dotation du fonds est très insuffisante pour combler le déficit du système.

L'allocation sécurisée idéale consiste donc à garantir, pour les sommes gérées, une certaine augmentation du pouvoir d'achat ainsi qu'une indexation partielle liée à l'évolution économique. Or ceci

est possible en achetant en proportions adéquates des obligations indexées sur l'inflation et des actions. L'assurance de portefeuille permet de déterminer ces proportions selon le plancher souhaité. Elles doivent être ajustées régulièrement au cours du temps et au gré des performances des actions. La part d'investissement en actions est d'autant plus importante que l'horizon de gestion est lointain. Le fonds de réserve qui se met juste en place, en dépit de son devoir de prudence, peut investir aujourd'hui massivement en actions.

INVESTIR DANS LE CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS...

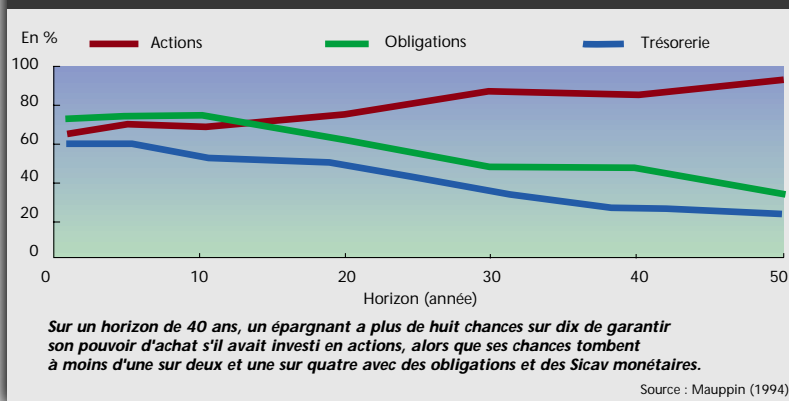
Mais quelles actions doit-il choisir ? Bien que la logique financière recommande une large diversification sur les Bourses mondiales, ce fonds devra miser avant tout sur le capital-risque investi dans les entreprises françaises innovantes.

Certes, dans un contexte serein, la diversification internationale est sans doute le meilleur moyen, à niveau de sécurité constant, d'atteindre le meilleur rendement, au risque de change près. Toutefois,

lent le *market timing* : savoir anticiper les tendances des marchés d'actions afin de n'investir en actions que lorsque la tendance est haussière. Si le gestionnaire du fonds veut éviter les conséquences désastreuses de ces crises, il doit savoir détecter les bulles spéculatives qui font que la Bourse japonaise a vu sa valeur divisée par trois en un court laps de temps et qu'aujourd'hui les Bourses américaines et européennes sont surévaluées.

Une diversification internationale aveugle ne présente pas comme seul inconvénient l'exposition aux bulles spéculatives. Elle négligerait l'objectif économique de la mise en place du fonds de réserve. Puisqu'il est destiné à participer à la régulation du système de retraite par répartition, sa tâche sera d'autant plus facile que les besoins de financement prévisionnels pourront être assurés par la productivité future de l'économie française. En investissant dans les entreprises innovantes qui assureront la prospérité de demain, il contribuera doublement à l'équilibre intergénérationnel des retraites.

2 Probabilité d'une rentabilité réelle positive en France



les crises financières qui se succèdent et se déplacent d'une zone géographique à l'autre, incitent à une gestion plus sélective des marchés et supposent une bonne aptitude à ce que les Américains appel-

... EN TEMPÉRANT PAR DES PLACEMENTS OBLIGATAIRES

En quelque sorte, le fonds de réserve pourrait en partie servir de

fournisseur de capital-risque pour de jeunes entreprises développant de nouvelles technologies. Sous l'angle financier, conseiller à un fonds qui privilégie la sécurité d'investir dans les entreprises les plus risquées du marché peut sembler paradoxal. Le paradoxe n'est qu'apparent. En effet, la gestion optimale d'un portefeuille sur le long terme, contrairement à ce que les tenants de la diversification temporelle prétendent, ne doit pas

d'hui font le choix de nouvelles règles financières, ils doivent concilier deux objectifs : sécuriser les retraites et développer les entreprises innovantes. La réalisation du fonds de réserve servira d'exemple pour les futurs fonds de pension. Il importe que cet exemple soit le bon. ■

* Voir Louvet, Dupré, «Une nouvelle théorie de la structure par terme des taux d'intérêt : la diversification temporelle». *Cahier du Cerag*, Université PMF de Grenoble, n° 9904, mars 1999.

“ Le fonds de réserve pourrait en partie servir de fournisseur de capital-risque pour de jeunes entreprises développant de nouvelles technologies. ”

conduire à privilégier les actions au détriment des obligations, mais à choisir parmi les actions celles qui sont les plus risquées*. Le propos n'est pas ici de faire de ce fonds un spécialiste institutionnel du capital-risque. Gardons en mémoire la faillite des caisses d'épargne américaines qui, parce qu'elles étaient en perte, se sont mises à investir dans tous les actifs les plus risqués. L'objectif reste avant tout la garantie d'un rendement plancher. Mais, en sélectionnant les actions les plus risquées de la cote et en tempérant le risque par un placement obligataire, le fonds réalisera sur le long terme une performance supérieure avec autant de sécurité que s'il investit en masse dans des Sicav indicelles. C'est dans ce sens qu'il faut comprendre les vertus de la diversification temporelle.

UNE GESTION QUI DEVRA ÊTRE EXEMPLAIRE

Une gestion sécurisée du fonds de réserve est dans l'intérêt de tous. Mais, sous prétexte de sécurité, il ne faudrait pas qu'il procède à l'allocation classique qui privilégie excessivement les instruments supposés sans risque. Si les décideurs d'aujourd'hui