

QUEL SCHÉMA CONTRACTUEL OPTIMAL DE RETRAITE PAR CAPITALISATION ?

José Bardaji

*Directeur des études économiques et des statistiques,
Fédération française de l'assurance (1)*

Sylvestre Frezal

Directeur, Datastorm, codirecteur de la chaire Pari (2)

La retraite par capitalisation ne représente que 2 % des prestations en France contre 17 % en moyenne pour les pays avancés. Elle pourrait toutefois connaître un essor, en raison des réformes évoquées et des dernières projections du Conseil d'orientation des retraites (COR), plus défavorables qu'escompté. De fait, il existe une opportunité de la développer dans un cadre gagnant-gagnant où l'épargne destinée à la retraite serait davantage placée en actions, au service du financement de l'économie productive ; et où en regard, ces actions offriraient une perspective de rentabilité supérieure sur le long terme, au service du revenu des Français. Ce gain n'est toutefois envisageable que si les acteurs économiques prennent des risques. L'épargnant acceptera ce risque d'autant plus volontiers que la stabilité et la croissance de son patrimoine seront assurées. L'investisseur prendra lui d'autant plus de risque à l'actif de son bilan qu'il ne sera pas contraint par une volatilité excessive à son passif. Dans ce cadre, les lignes qui suivent ambitionnent d'apporter les fondations du schéma contractuel le plus pertinent.

Faits et conséquences générales

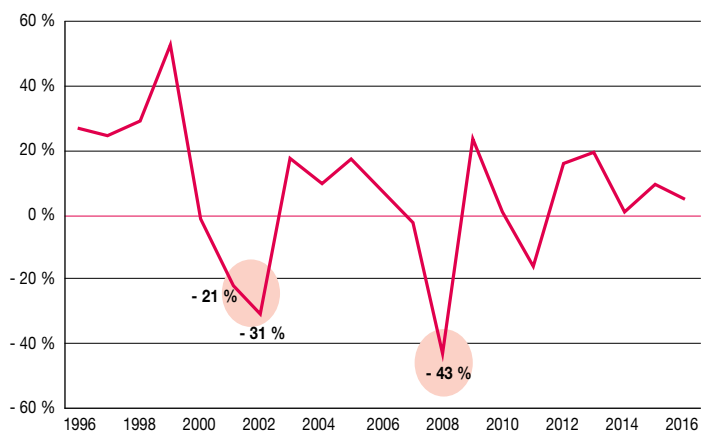
■ Tous les actifs sont risqués, tous les risques peuvent être dépassés

Au début des années 1990, l'immobilier parisien a perdu 40 % de sa valeur en quatre ans. À la fin des

années 2000, la baisse des prix de l'immobilier dans la plupart des métropoles américaines a été d'amplitude comparable et plus brutale encore. Les marchés obligataires, également, peuvent être tempétueux au niveau mondial, comme en 1994, ou de façon plus localisée, comme lors de la crise de certaines dettes souveraines européennes en 2011-2012. Bien sûr, les marchés action sont également risqués, à l'instar des autres classes d'actifs que nous venons d'évoquer. Par exemple, au cours de ces vingt dernières années, les marchés boursiers ont connu deux périodes de très

forte baisse : au moment du crack de la bulle Internet (2001-2002), puis lors de la grande récession (2008, cf. graphique 1).

Graphique 1 - Évolution de l'indice boursier SBF 250



Source : Investing.

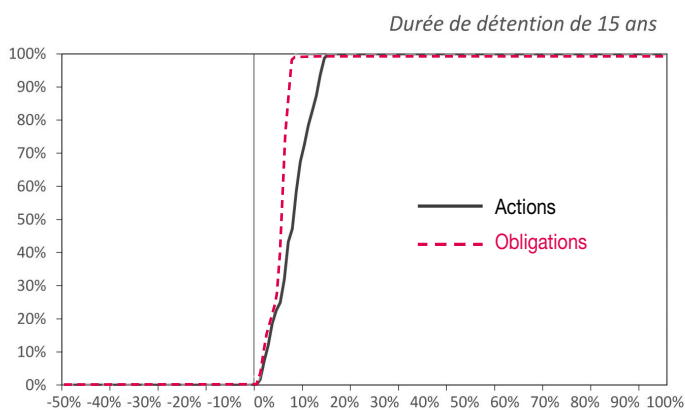
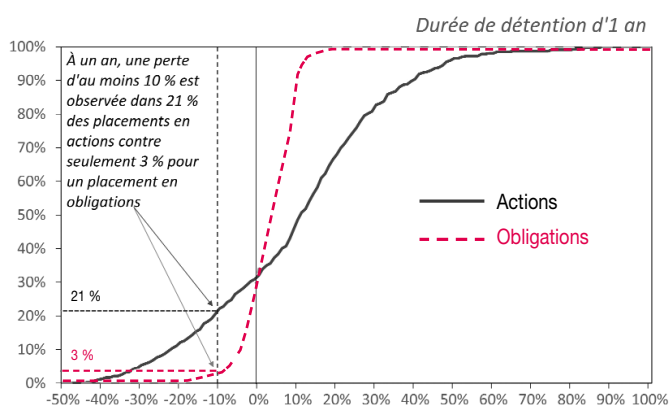
Toutefois, ces risques peuvent être dépassés. Comment ? En les noyant dans la masse, dans le temps long. Considérons par exemple une durée d'un demi-siècle, la seconde moitié du XX^e siècle. L'évolution de l'immobilier a permis à des générations de se constituer un patrimoine. Le rendement annuel moyen d'un placement en action a été de 5,5 %. De 4,4 % pour un placement obligataire. Et même d'un peu plus de 2 % pour de l'or [Tanay, 2002]. Dans tous les cas, le gain est systématique. En d'autres termes, le risque disparaît alors dans la loi des grands nombres.

En nous concentrant sur l'histoire récente, depuis 1977, et donc au risque de généraliser abusivement, on observe que, si les investissements action et obligataire sont effectivement risqués pour un investisseur de court terme (à horizon un an, le rendement est régulièrement négatif), en revanche, à horizon quinze ans, le risque disparaît, le rendement étant systématiquement positif (cf. graphique 2).

L'analyse sur une période plus courte apporte une nuance. En effet, du fait des deux cracks boursiers évoqués précédemment, une personne qui a investi toutes ses économies le 4 septembre 2000 n'enregistre aujourd'hui une plus-value que parce que la distribution de dividendes a été généreuse (3). Cette observation n'est certainement pas étrangère à la chute du nombre de plans d'épargne en actions (PEA), passant d'un pic à 7,4 millions plans en 2003 à seulement 4,1 millions désormais.

Quoi qu'il en soit, nous devons donc cesser d'opposer les classes d'actifs les unes aux autres en présentant certaines comme intrinsèquement risquées et d'autres non. La différence entre classes d'actifs est que certaines (les actions par exemple) sont adaptées à des horizons d'investissement long où l'investisseur, par la grâce de la loi des grands nombres, n'est pas exposé au risque, alors que d'autres classes (la trésorerie par exemple) sont adaptées à des investisseurs de court terme ne souhaitant pas s'exposer au risque.

Graphique 2 - Fonction de répartition des performances annuelles moyennes selon la durée de détention



Sources : Euronext, Investing.

■ Un particulier ne cherchera le rendement que s'il ne craint pas le risque

L'enjeu est donc celui de l'horizon d'investissement : pour servir et convaincre un épargnant, il faut l'écouter et s'adapter à lui – il ne peut y avoir de gestion d'actifs pertinente sans gestion actif-passif. Alors, cela permet un changement de perspective : les actions ne sont plus un actif risqué, mais un actif de long terme.

S'adapter à l'épargnant, c'est s'adapter à ce qu'il vit, à ce qu'il perçoit. Ce n'est pas plaquer sur lui un raisonnement virtuel, lui imposer une « rationalité » théorique. Ce n'est pas lui affirmer, lui répéter de façon incantatoire : « En moyenne, les actions offrent un meilleur rendement, donc investissez en actions ». Cela ne fonctionne pas.

De fait, considérer la moyenne n'a de sens qu'à long terme. En revanche, au jour le jour, année après année, quand un individu voit les performances de son contrat, décide d'abonder, de racheter ou de résilier, décide de consommer plus ou d'épargner davantage, la moyenne reste une grandeur virtuelle, déconnectée de son champ d'appréciation, de ses prises de décision.

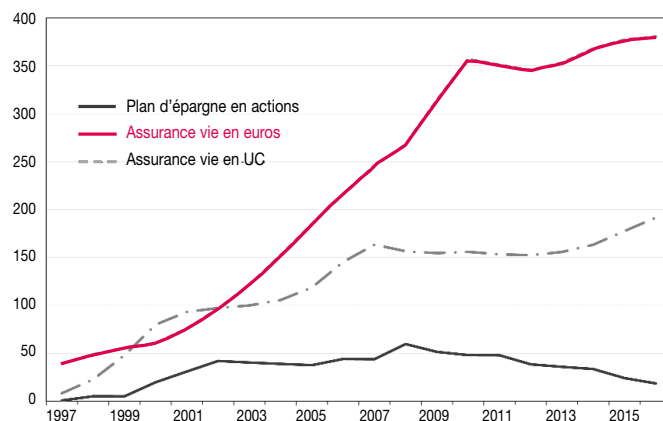
Au jour le jour, ce que l'individu perçoit, c'est une alternance de hausses et de baisses, de surperformances et de sous-performances. Régulièrement, il voit des coûts d'opportunité. Plus il regardera fréquemment son contrat, plus il observera la volatilité et des hausses suivies et précédées de baisses. Or, une baisse d'une amplitude donnée cause deux fois plus de déplaisir (de mauvais souvenir, de rancœur, de conviction d'erreur...) qu'une hausse de cette amplitude ne génère de plaisir [Taleb, 2009]. Pour que les particuliers soient satisfaits, heureux, confiants et investissent dans des actifs de long terme réputés risqués, il faut être en mesure de lisser les rendements.

Une comparaison permet d'illustrer ce propos. Mettons en regard le profil de performance et

l'évolution des placements de trois types d'investissement : les PEA, les unités de comptes et les fonds euros. Les PEA sont principalement investis dans une classe d'actifs, les actions, et répercutent chaque année l'évolution des marchés boursiers. Les unités de comptes (UC) répercutent également chaque année l'évolution des marchés, mais présentent une diversification supérieure entre classes d'actifs : leurs rendements sont donc davantage filtrés. Les fonds euros, enfin, présentent également une diversification entre classes d'actifs et, en outre, lisent les rendements grâce au pilotage comptable.

Les conséquences, en termes d'attractivité pour l'épargnant, sont immédiatement observables (cf. graphique 3) : les placements sont d'autant privilégiés que l'épargnant est rasséréiné par la stabilité de son patrimoine. Ainsi, le PEA, créé en 1992, présente une collecte positive ⁽⁴⁾ jusqu'en 2002, quasi nulle jusqu'en 2008, puis négative au cours des huit dernières années. Cumulée sur les vingt dernières années, elle est quasi nulle ! Les supports UC, qui présentent des performances volatiles mais moindres que celles des marchés boursiers, ont connu un essor beaucoup plus continu et même croissant ces dernières années, enregistrant une collecte nette cumulée de près de 200 Md€. Les supports euros enfin dépassent très largement les deux précédentes collectes, à près de 400 Md€.

Graphique 3 - Flux cumulés depuis 1997 du PEA, de l'assurance vie en euros et en UC (en Md€)



Sources : Banque de France, Fédération française de l'assurance.

■ Quel horizon ?

Nous avons opposé, jusqu'à présent, le court terme, où la volatilité se matérialise et fait fuir l'épargnant, au long terme, qui filtre les à-coups. Mais quel horizon est nécessaire pour faire disparaître les aspérités du rendement ?

Un horizon annuel, nous l'avons vu, fait fuir les épargnants. Un horizon de l'ordre de la décennie serait-il suffisant ? Non. Le tableau 1 le montre, le rendement reste erratique. Qu'il s'agisse de la relique barbare, des obligations ou du CAC 40, l'histoire récente nous montre qu'observer le rendement des actifs à un tel horizon ne saura rasséréner les particuliers.

Nous devons donc proposer des produits qui permettent de lisser le rendement sur une plus longue période, de l'ordre de quelques décennies. Comment ?

Quelles options concrètes ?

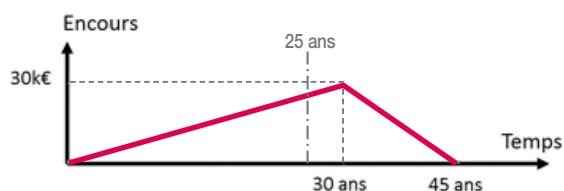
■ Appréhender le cycle de vie dans sa globalité

Considérons un cas d'école, très simple, déterministe, en l'absence d'inflation et de rendement. Un épargnant prépare sa retraite en se constituant un

patrimoine propre afin d'obtenir un revenu supplémentaire à celui des régimes obligatoires. Il alimente une épargne à hauteur de 1 000 € chaque année entre 35 et 65 ans puis, à l'âge de 65 ans, il liquide ses droits et bénéficie, avec une espérance de vie résiduelle de quinze ans, d'une rente de 2 000 € chaque année jusqu'à son décès à l'âge de 80 ans.

Sur le plan individuel, le profil de son encours correspond à la figure 1 et, à t_0 , lorsqu'il commence à épargner, la durée moyenne de son investissement est de 25 années.

Figure 1 - Évolution de l'encours d'un épargnant retraite



Source : auteurs.

Ensuite, au fil du temps, lorsqu'il se rapproche de l'échéance, la durée moyenne résiduelle de son investissement ne fait que diminuer. Ainsi, en moyenne, sur l'ensemble de la vie de son contrat, la durée résiduelle est environ deux fois plus faible, de l'ordre de douze années. Cela correspond à la durée d'un régime où, chaque année, un nouvel actif com-

Tableau 1 - Performances réelles des trois types de placements selon la période

En % par an	Inflation	Actions	Obligations	Or
Déc. 1913 - Déc. 1920	19	- 10	- 15	- 1
Déc. 1920 - Déc. 1935	2	4	4	1
Déc. 1935 - Déc. 1950	25	- 6	- 16	0
Déc. 1950 - Déc. 1962	5	17	4	- 4
Déc. 1962 - Déc. 1972	5	- 1	1	2
Déc. 1972 - Déc. 1982	11	- 2	3	12
Déc. 1982 - Déc. 2000	3	17	8	- 5

Lecture : Entre décembre 1913 et 1920, la performance réelle des obligations a été négative en moyenne de 15 % par an.

Source : « Les actions plus rémunératrices que les obligations et l'or au XX^e siècle », A. Tanay, *Insee Première*, n° 827, 2002.

mence à cotiser, et qui, au bout de quarante-cinq ans, serait en rythme de croisière.

Un premier enseignement concret peut ici être tiré : appréhender le cycle de vie de notre épargnant retraite dans sa globalité est nécessaire et non suffisant. Non suffisant certes, car cette durée d'une douzaine d'années correspond à une mutualisation temporelle qui ne permet pas encore de faire disparaître totalement le risque, et partant de rendre les actifs de long terme pleinement attractifs pour l'épargnant.

Mais nécessaire, car toute tentative de tronçonner cet investissement, par exemple en dissociant la phase de constitution de la phase de restitution, dégradera encore cette situation, rendant les actifs de long terme encore plus répulsifs pour l'épargnant. Ainsi, dans un tel cas de figure, en rythme de croisière, dissocier les phases de constitution et de restitution conduirait à créer une poche en constitution, de durée d'une dizaine d'années et de taille réduite aux deux tiers de la poche globale précédente, et une poche en restitution de durée très faible, de l'ordre de cinq années (cf. graphique 4). Le risque serait alors réel, tangible pour l'épargnant. Bref, dissuasif.

Nécessaire mais non suffisant donc... Comment aller au-delà ?

■ Optimiser des mécanismes contractuels existants

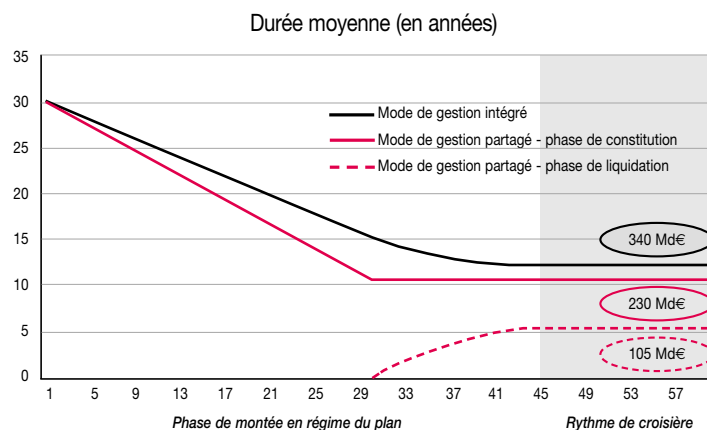
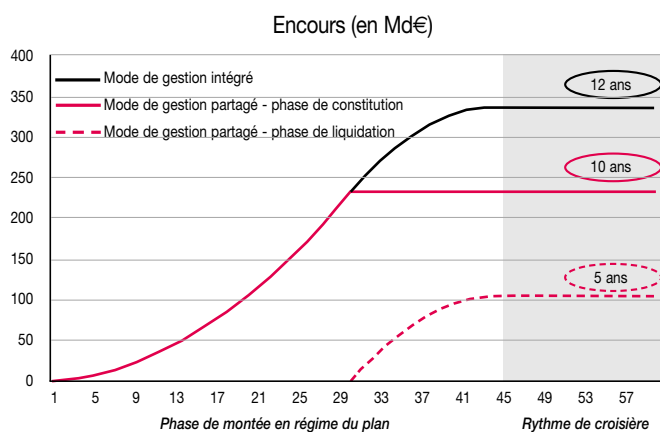
Nous faisons face, à ce stade, à deux défis :

- un défi de fond, rationnel, de durée : faire des ponts entre générations pour accroître la mutualisation qui noie le risque dans la loi des grands nombres ;
- un défi de forme, psychologique, de communication : filtrer les à-coups dans la communication quotidienne, mensuelle ou annuelle qui effrayent et conduisent au rejet des actifs de long terme.

Bref, de même qu'une voiture tout-terrain est équipée d'amortisseurs qui permettent d'aborder sereinement les terrains cahoteux, il faut des amortisseurs qui, lissant les rugosités, permettront aux investisseurs de se lancer en confiance. De tels mécanismes existent déjà. Ils ont été utiles, efficaces et utilisés pendant des décennies. L'évolution progressive du contexte financier a toutefois conduit à éroder leur portée. Il est possible de les adapter, à la marge, pour restaurer leur efficacité au service des épargnants et du financement de l'économie dans le contexte actuel de taux bas.

Ces mécanismes sont comptables et contractuels, sous-jacents à l'assurance vie en euros. Ils permettent,

Graphique 4 - Examen des deux modes de gestion



Note : Illustration dans le cas d'une souscription à hauteur de 500 000 personnes par génération, l'encours atteindrait jusqu'à 340 Md€.

Source : auteurs.

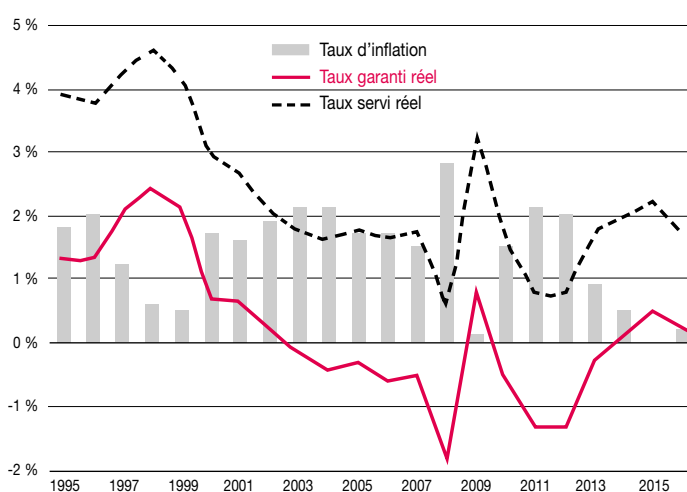
par le jeu des fonds euros agrégés, du pilotage de la temporalité de réalisation des plus et moins-values latentes, et par le mécanisme de la provision pour participation aux bénéficiaires, de mutualiser les générations d'investissement et de lisser les rendements affichés année après année aux assurés. Toutefois, les coups de boutoir conjugués de Solvabilité II (qui pénalise arbitrairement la classe action (5)), de l'environnement de taux bas (qui comprime le coussin de sécurité que représentaient les tombées de coupon), et des nouvelles normes comptables IFRS (qui suppriment l'amortisseur comptable des variations erratiques des marchés) ont conduit à dégrader l'effectivité de ces mécanismes. Pour la restaurer et inciter les assureurs à augmenter leur part action, il suffirait d'amender à la marge ces mécanismes.

■ Adapter les paramètres à la nouvelle donne économique

Explorons une piste ! La garantie du capital d'un contrat d'assurance vie est formulée en nominal. Elle revêt une portée tout à fait différente selon l'environnement financier dans lequel on se trouve. L'inflation, à l'instar des taux, a beaucoup évolué au cours des dernières décennies : supérieure à 10 % au début des années 1980, proche des 2 % pendant les années 2000 mais à seulement 0,4 % en moyenne depuis 2013 ! Ainsi, l'assurance vie en euro qui a été une réussite commerciale et prudentielle, appréciée par les épargnants et faisant preuve de résilience face aux crises, repose en réalité sur l'équilibre suivant depuis quinze ans : un rendement réel garanti « négatif mais pas trop », à - 0,4 % en moyenne, et un rendement réel versé « positif et relativement stable », à 1,7 % (cf. graphique 5).

C'est cet équilibre en rendement réel qui est aujourd'hui percuté par la baisse des taux nominaux et qu'il nous faut restaurer. Pour cela, il faut envisager que le rendement nominal puisse être, comme par le passé, « au pire négatif mais alors très légèrement ». « Au pire négatif », pour restaurer la marge de manœuvre des assureurs et leur permettre d'opter pour des actifs de long terme ; « mais alors très

Graphique 5 - Rendement réel de l'assurance vie en euros



Sources : Insee, Fédération française de l'assurance.

légèrement », pour que la garantie réelle offerte aux assurés reste identique à celle qui les séduit depuis quinze ans : une garantie rassurante que ne peuvent offrir les investissements directement exposés aux fluctuations des marchés.

Dès lors, deux options sont possibles. La première consiste à introduire des taux garantis négatifs, par exemple de - 0,5 %, à l'image de ces quinze dernières années. La seconde consiste à permettre aux assureurs, en cas de résultats annuels financiers négatifs, d'imputer une partie de la perte aux assurés via une diminution plafonnée dans des proportions comparables de l'engagement réglementé. Afin de renforcer la dimension de long terme associée, les paramètres pourraient être modulés en fonction de la durée d'investissement :

- dans le cas de la première option, le taux garanti pourrait augmenter avec la durée, par exemple être nul en cas d'engagement de sortie en rente. Cette déclinaison irait dans l'esprit des contrats euro-croissance récemment proposés et dans celui de la fiscalité actuelle de l'assurance vie ;
- dans le cas de la seconde, l'imputation maximale du résultat négatif sur les engagements réglementés serait

également fonction de la durée, par exemple ramenée à zéro en cas d'engagement de sortie en rente.

De telles adaptations offrent une protection du capital aux épargnants équivalente, en termes réels, à celle qui a fait le succès de l'assurance vie. Elles accroissent la capacité des assureurs à jouer pleinement leur rôle de mutualisateurs intertemporels, seuls à même d'investir durablement dans des actifs de long terme.

Conclusion

L'histoire a montré que les solutions d'investissement où l'épargnant est placé directement face aux marchés ou à des fonds sans mécanisme de lissage ne fonctionnent pas : elles peuvent séduire lorsque les marchés se portent bien, mais ce ne sont que des brasiers fugaces qui s'éteignent au premier retournement, l'appel à un raisonnement théorique restant alors vain. Y recourir serait doublement dramatique. D'une part, car être ainsi frontalement exposé aux fluctuations est anxiogène et conduirait l'épargnant à diminuer son allocation sur ces placements, réduisant l'utilité économique. D'autre part, pour le financement de l'économie, car les institutionnels devant faire face à chaque instant à la pression commerciale de la publication à haute fréquence de chiffres bruts seraient obligés de sous-investir en actifs de long terme. Ce serait dommageable, pour les épargnants (sous-rendement à l'échelle de leur vie), pour les entreprises (financement insuffisant) et pour les finances publiques (moindres recettes budgétaires) !

Pour orienter l'épargne vers les actifs de long terme, il faut privilégier la mutualisation sur plusieurs décennies, tout au long d'un cycle de vie et au-delà, en jouant sur le chevauchement des générations. Surtout, les acteurs institutionnels en charge doivent pouvoir utiliser les mécanismes lissant les aléas conjoncturels afin d'apporter aux épargnants retraite la sérénité nécessaire à la stabilité des encours, et partant à l'investissement de long terme, en une boucle vertueuse.

Notes

1. Les auteurs s'expriment à titre personnel dans cet article.
2. *Pari (Programme sur l'appréhension des risques et des incertitudes) est une chaire de recherche portée par l'ENSAE et Sciences Po, avec l'Institut Europlace de finance et Datastorm. Son objectif est d'identifier les champs de pertinence et d'utilisation de nos concepts et outils d'appréhension des risques. Elle est financée par Actuaris, la Financière de la cité, Generali et le groupe Monceau.*
3. *Le CAC 40 avait atteint son pic à cette date (6 922 points). Dix-sept ans après, soit le 4 septembre 2017, l'indice se trouve à un niveau encore inférieur de 26 % (à 5 104 points). Le dividende versé doit alors représenter 1,4 % du capital chaque année pour annuler cette perte de valorisation.*
4. *Les flux des PEA ne sont pas disponibles. Aussi, l'indice SBF 250, privilégié par Grandjean [2001], a été utilisé pour les reconstituer.*
5. *Les calibrages de mesures de risques financiers sont entachés d'une telle marge d'erreur qu'ils ne sont pas opérationnellement fiables. Voir par exemple [Danielsson, 2002 et 2008] ou [Frezal, 2015 et 2017].*

Bibliographie

- DANIELSSON J., "The Emperor has no clothes: Limits to Risk Modelling", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, 2002, pp. 1273–1296.
- DANIELSSON J., "Blame the Models", *Journal of Financial Stability*, vol. 4, 2008, pp. 321–328.
- FREZAL S., « Le couple risque/rendement, une chimère ? », *ExecSum PARI*, octobre 2015.
- FREZAL S., « Solvabilité II n'est pas risk based. Peut-elle le devenir ? *Working paper PARI*, n° 6.2, mars 2017.
- GRANDJEAN H., « Les PEA bancaires huit ans après », *Bulletin de la Banque de France*, n° 88, avril 2001.
- TALEB N.N., *Le hasard sauvage. Comment la chance nous trompe*, Les Belles Lettres, 2009.
- TANAY A., « Les actions plus rémunératrices que les obligations et l'or au XX^e siècle », *Insee Première*, n° 827, février 2002.