

## EDITORIAL

PHILIPPE WAHL \*

**S**ouplesse, transparence, technologie, réactivité, spécialisation, *marketing*, professionnalisation, mobilité, information, etc., la liste est longue des termes, fréquemment utilisés dans les articles qui composent ce dossier, qui témoignent de l'extraordinaire vitalité de la gestion de l'épargne, en France comme dans la plupart des grands pays développés.

C'est cette perception de l'existence d'importantes transformations en matière de gestion de l'épargne, qui a fondé le choix de la Revue d'économie financière de consacrer un dossier spécial aux « nouvelles formes de gestion de l'épargne ». Précisons d'emblée que ce terme de gestion doit être compris dans son acception la plus large, gestion financière mais aussi formes de distribution de l'épargne, types de produits gérés comme institutions chargées de cette gestion. Aujourd'hui, en effet, ce sont au moins autant les modes de distribution de l'épargne qui sont en train d'évoluer, que ses modes de gestion — sur ce dernier point, la révolution des marchés dérivés a déjà accompli d'importants changements.

De la lecture enrichissante de ces articles, parfois foisonnante à l'image des évolutions en cours, ressortent quelques points d'ancrage. On peut en dénombrer trois.

Première ligne de force de ce dossier, la macro-économie de l'épargne, fondée sur quelques agrégats et quelques relations mathématiques somme toute assez simples, peine à prendre en compte la richesse, et la subtilité, des comportements d'épargne des particuliers. De là, comme le signale André Babeau dans sa contribution, une difficulté à prédire l'évolution du taux d'épargne et de ses composantes, voire même — comme ces dernières années — à comprendre cette évolution. Comme en d'autres domaines de la recherche économique, le pont entre micro et macro-économie de l'épargne reste en grande partie à établir.

Deuxième ligne de force, beaucoup des articles qui composent ce dossier mettent l'accent sur une certaine ambivalence de l'épargnant, à la fois soucieux de sécurité et de mobilité, demandeur de simplification et de complexité. Sans que l'on puisse définir si l'évolution technique a précédé le besoin — ou inversement —, cette ambivalence peut aujourd'hui être gérée (« apaisée » serait-on tenté de dire) grâce aux marchés dérivés, par l'offre de produits « garantis ». Les promoteurs

---

\* Directeur général adjoint, Compagnie Bancaire.

comme les distributeurs de produits financiers sont, en France, tenus de répondre à une double demande des épargnants, la rentabilité sans le risque... ou presque : la rentabilité à risque connu. Au plan macroéconomique, cette quête de sécurité a une conséquence forte, notée par Patrick Artus : l'aversion de l'épargnant français (au contraire de l'américain ou du britannique) pour la détention d'actifs risqués et, donc, pour le financement direct des entreprises cotées. Au plan financier, elle s'est traduite par une évolution des professionnels de la gestion, synthétisée par Jean-Paul Laurent : on est passé, en matière d'épargne, d'une gestion des placements à une gestion des risques.

A cette deuxième tendance, qui paraît uniformiser l'offre de produits d'épargne, répond un autre mouvement, de nature apparemment opposé : la segmentation du marché de l'épargne en autant de niches qu'il y a de grandes catégories de clientèles, et en autant de structures professionnelles qu'il y a de savoir-faire. Au modèle de la banque « promoteur-gestionnaire-distributeur » universel de produits d'épargne pour l'ensemble de ses clients, répond progressivement la distinction entre ces trois métiers, et un *marketing* produits de plus en plus fin. La « banque éclatée » chère à Lowell Bryan a son pendant sur le versant « épargne » de l'activité financière. Il y a en fait une « épargne éclatée ». Les acteurs de la gestion de l'épargne paraissent devoir être de plus en plus spécialisés.

8 Cette évolution est, bien sûr, plus mondiale que strictement française ; elle applique à la France un mouvement né dans les pays anglo-saxons et nourrit une opposition, rappelée dans plusieurs des articles de ce dossier, entre le « modèle français » et le « modèle anglo-saxon » de gestion de capitaux. Sans clore ce débat, un fait paraît sûr : à l'image des clients, devenus plus mobiles, les structures françaises de gestion de capitaux apparaissent « en mouvement », non seulement car la loi de modernisation des activités financières — et l'impératif déontologique de séparation des fonctions — les y conduisent, mais aussi car elles se professionnalisent. De ce point de vue, l'avènement de l'euro et, plus généralement, la mondialisation du marché de la gestion de l'épargne, devraient encore accroître la professionnalisation, et la diffusion des techniques américaines de gestion de l'épargne.

Il ne faut pas, toutefois, se méprendre sur le sens de ce mouvement : professionnalisation ne signifie pas uniformité. Au contraire, l'un des enseignements forts de ce dossier — sensible, en particulier, dans l'article qu'Olivier Le Grand consacre au *discount brokerage* — est qu'il n'existe pas une unique « structure type », qui sortirait victorieuse de la compétition (entre gestionnaires, entre distributeurs, entre promoteurs, entre courtiers, etc.) mais de la place pour plusieurs d'entre elles, chacune répondant aux besoins spécifiques de clients eux-mêmes différenciés.

Reprenons, à travers les articles, ces trois lignes de force.

### *Approfondir la micro-économie des comportements d'épargne*

De grandes différences continuent d'exister entre les comportements d'épargne des ménages dans les principaux pays développés : c'est l'un des enseignements apportés par l'article de Patrick Artus, en ouverture de ce dossier. En particulier, à l'instar de l'Allemagne ou du Japon, l'épargnant français se distingue d'un comportement de type anglo-saxon par sa grande aversion au risque : il détient peu d'actions de sociétés cotées, de plus en plus de produits d'assurance vie (dont il ne perçoit pas, en général, le risque implicite) et, en fonction du niveau des taux d'intérêt (auquel il est devenu plus sensible), plus ou moins de liquidités ou de produits monétaires.

Les modèles traditionnels justifient les différences d'évolution des taux d'épargne nationaux par l'évolution des revenus et des taux d'intérêt, les effets d'encaisses réelles et le besoin de précaution face à l'avenir. Mais les explications micro-économiques manquent, qui permettraient d'affiner l'analyse. André Babeau déplore, dans sa contribution, que les statistiques d'épargne ne permettent pas, en France, de connaître, par exemple, des taux d'épargne selon les revenus, les régions ou tout autre critère sociologique. Or l'acte d'épargner (montant annuel épargné, régularité de l'acte d'épargne, etc.) est certes fortement corrélé au revenu, au patrimoine ou à l'âge du ménage concerné, mais d'autres variables doivent être prises en compte (catégorie socioprofessionnelle, formation initiale, statut matrimonial, etc.).

Outre les apports directs de cette socio-économie de l'épargne au *marketing* et à la segmentation clientèle, elle met en garde contre l'application de schémas trop réducteurs. Un exemple, auquel mène l'article d'André Babeau : contrairement à la théorie du cycle de vie, qui veut que la cessation d'activité conduise à la cessation d'épargner, on constate, en France, que les retraités demeurent épargnants, jusqu'à un certain âge et pour certaines catégories d'entre eux. De là, entre autres, deux remarques : d'une part, la théorie du cycle de vie doit probablement être affinée en fonction de la classe d'âge à laquelle appartient le retraité (troisième âge/quatrième âge, par exemple) ; d'autre part, le souhait de transmettre des moyens financiers aux générations suivantes se traduit, probablement, par un effort d'épargne maintenu plus longtemps.

Cette question des liens entre épargne et générations recouvre, à la vérité, d'autres interrogations, comme en témoigne l'article que Christophe Marchand consacre aux rapports entre épargne et équité intergénérationnelle. L'épargne des générations présentes est-elle suffisante pour assurer l'équité vis-à-vis des générations futures ? A cette question, Christophe Marchand répond, au plan théorique, en invoquant les visions utilitariste, égalitariste et contractualiste de la justice sociale... et en rappelant quelques chiffres marquants : d'après des

travaux de l'OCDE, le total des «droits à retraite» des personnes ayant cotisé, auxquels conduisent les régimes de retraite par répartition, atteignait en France 216 % du PIB au début de la décennie 90, contre 157 % en Allemagne. C'est, le souligne Christophe Marchand, un engagement très lourd pris par la collectivité pour le futur, qui doit conduire à s'interroger sur l'équité intergénérationnelle des systèmes de retraite et la façon d'y porter remède.

### *Besoin de sécurité versus gestion de la complexité*

Comme l'exprime Gérard de la Martinière, le besoin de sécurité a été, plus que le mobile fiscal, à l'origine de l'expansion record des produits d'assurance vie en France. Quelques chiffres en retracent le développement : l'assurance vie a représenté, en 1996, près de 70 % des flux de placements financiers des ménages contre 20 % en 1987, et plus du quart de leurs actifs financiers contre 10 % dix ans plus tôt. Quarante-cinq pour cent des ménages français sont aujourd'hui détenteurs d'un contrat d'assurance vie souscrit à titre individuel, contre un peu moins de 60 %, détenteurs d'un livret A.

On retrouve, à l'origine du succès de l'assurance vie décrit par Gérard de la Martinière, les facteurs socio-économiques discutés par André Babeau. La sécurité que recherchent les épargnants a plusieurs dimensions : sécurité face à la baisse de rendement des régimes par répartition, mais aussi devant le risque de longévité (à l'origine concentrées sur la couverture du risque — masculin — de décès, les assurances de personnes se préoccupent aujourd'hui de couvrir le risque — féminin — de survie) ; sécurité que l'on veut procurer à sa descendance à travers une solidarité intergénérationnelle, mais aussi face au risque de dépendance lors du quatrième âge.

Pour parvenir à satisfaire ce besoin « sécuritaire », le « bon père de famille » dispose aujourd'hui de produits autrement plus sophistiqués qu'une obligation à taux fixe détenue jusqu'à l'échéance... ! Il bénéficie, à travers les produits « garantis », décrits dans ce dossier par Véronique Leroux, d'outils extraordinaires puisqu'ils conjuguent rentabilité (relative) et risque donné. Véronique Leroux récuse l'idée que ces produits — complexes puisqu'ils reposent sur des mécanismes optionnels — soient par nature dangereux. Pour autant qu'ils soient gérés en respectant quelques règles simples, ils ne posent pas de problèmes prudentiels particuliers. Certes, Véronique Leroux en convient, les produits garantis peuvent contribuer à déstabiliser le marché en cas de secousse brutale (car tous les gestionnaires retournent leurs *books* d'option dans le même sens), mais ils contiennent leur propre contre-poison : le fait de disposer d'une garantie en capital rend probablement les clients finaux moins enclins à liquider leur position en cas de *krach*... Au demeurant, comme

le souligne Patrick Artus, dans son article d'ouverture, c'est le mimétisme des gestionnaires — issu de la très grande professionnalisation de leur métier — qui est à l'origine des effets « de masse » sur les marchés financiers, plutôt que les produits garantis eux-mêmes.

La capacité des gestionnaires à proposer des supports d'épargne à la fois sécuritaires et performants ne tient toutefois pas du miracle. Comme le rappelle Jean-Paul Laurent, qui établit le cadre financier de cette problématique de l'épargne, le fait de pouvoir disposer de produits de placement à la fois simples et sophistiqués a été permis par l'apparition (puis le développement massif) des marchés financiers dérivés. Ils autorisent la décomposition des produits de placement en autant de briques élémentaires, assemblées différemment selon les caractéristiques souhaitées par le promoteur... d'où une grande capacité de segmentation en fonction des besoins exprimés par telle ou telle catégorie de clients. De même, les techniques de gestion ont notablement évolué. Didier Miqueu remarque que les modèles quantitatifs sont de plus en plus utilisés pour la gestion des risques et le traitement de vastes bases de données économiques et financières.

Cette complexité, peu apparente pour le client final car déclinée en produits relativement simples, doit évidemment être maîtrisée. Outre la professionnalisation déjà mentionnée des gestionnaires, Jean-Paul Laurent rappelle que différents mécanismes de contrôle se sont développés, ou prennent progressivement de l'importance : contrôles par les réglementations (en particulier prudentielles) mais aussi, d'une certaine façon, par le marché lui-même (agences de notation, investisseurs finals comme les fonds de pension, analystes financiers, producteurs de mesure de performances, etc.). S'agissant de réglementation, il note que, du fait de l'apparition de nouveaux acteurs non soumis au contrôle bancaire (par exemple, non banques distribuant des produits d'épargne voire, à terme, marchés privés de titres sur Internet), un débat est aujourd'hui ouvert aux Etats-Unis sur le champ que doit couvrir la réglementation : doit-on, comme aujourd'hui, réglementer des institutions ou, au contraire, des fonctions ? A n'en pas douter, ce débat devrait rapidement s'étendre à d'autres pays, dont la France.

11

### *Des structures et des clients en mouvement*

Dernier trait marquant qui ressort de ce dossier, le mouvement... L'évolution des structures de gestion ou de distribution, la mobilité des clients, la rapidité de circulation de l'information financière sont, notamment, mis en exergue dans les articles de Monique Bourven et d'Olivier Le Grand.

Au risque, aujourd'hui, d'apparaître énoncer une évidence, il faut rappeler que la révolution de l'information et le développement des

outils qui permettent sa diffusion rapide (à travers Internet, mais pas seulement) modifient considérablement la donne en matière de gestion d'épargne. Après avoir concerné les professionnels sur les marchés de capitaux, cette révolution s'étend aujourd'hui au client particulier final. Certes, l'utilisation des technologies de l'information par les particuliers est loin d'avoir atteint, en France, l'ampleur américaine, mais l'évolution en ce sens paraît inéluctable.

A cet égard, Olivier Le Grand montre bien que les nouvelles technologies de l'information ont permis l'apparition puis le développement, aux Etats-Unis, du métier de *discount broker*, à travers la réduction des coûts d'exécution et de traitement des ordres de Bourse. Conclusion également importante d'Olivier Le Grand, il n'existe pas désormais, aux Etats-Unis, une seule forme de *brokerage*, qui aurait cannibalisé toutes les autres ! Trois types d'acteurs coexistent — dont Jack White, Charles Schwab ou Fidelity sont, à titre d'exemple, les représentants. Chacun décline une conception différente du couple « prix-service ». On peut aujourd'hui, à New York ou San Francisco, choisir entre un service boursier minimal au meilleur prix (le *broker* est alors un simple intermédiaire, qui passe l'ordre, sans apporter conseil ou valeur ajoutée) ou une gestion personnalisée (mais onéreuse) de son épargne (c'est la stratégie, par exemple, de Merrill Lynch). Version intermédiaire, celle défendue par Charles Schwab qui, en sus du courtage proprement dit, s'efforce d'apporter à ses clients des éléments d'information sur des marchés complexes — sans pour autant formuler de recommandations de gestion. Dans certains cas, une même institution propose, selon ses segments de clientèle, l'une ou l'autre des formes de courtage (ainsi procède notamment Fidelity).

La diversité des modalités d'exécution des ordres se retrouve chez les grands gérants d'actions françaises. Conscients de l'impact sur la performance de leur portefeuille des divers coûts de transaction inhérents à la réalisation de leurs décisions d'investissement, ils mettent en œuvre des techniques de transaction adaptées à leur gestion et permettant de limiter les coûts d'exécution. Marianne Demarchi et Solenn Thomas distinguent les gérants quantitatifs, qualitatifs et mixtes. Elles remarquent notamment que l'utilisation du carnet d'ordres et des transactions de blocs dépend de la taille des ordres mais aussi du besoin d'immédiateté (qui est plus important chez les gérants quantitatifs).

Didier Miqueu souligne que la gestion repose de plus en plus sur une chaîne de production industrielle dont les différentes phases sont très intégrées. La mise en œuvre de modèles quantitatifs de gestion suppose une transparence et une discipline souhaitées par les investisseurs et les régulateurs.

Le modèle anglo-saxon de gestion de l'épargne, s'il n'est pas uni-

forme, tend à s'étendre à l'Europe continentale. De ce point de vue, Monique Bourven met en perspective, dans sa contribution, la mutation de la gestion de capitaux en France et son rapprochement progressif avec le modèle anglo-saxon.

Sans rappeler l'ensemble des étapes visitées par Monique Bourven (de la « marchandisation » du financement de l'économie française au milieu des années 1980 à l'explosion, sous l'égide des réseaux universels, des OPCVM monétaires, et du reflux des taux d'intérêt à la transposition, en 1996, de la DSI), on retient l'existence d'un double mouvement qui affecte la gestion de l'épargne en France. D'une part, l'intégration à la banque universelle des fonctions de gestion fait peu à peu place à une indépendance des structures de gestion, afin de réduire les conflits d'intérêt potentiels entre les différents métiers de la banque. D'autre part, au quasi-monopole de gestion des établissements universels succède une situation plus ouverte de concurrence entre des établissements plus divers — universels ou spécialisés, distributeurs d'épargne ou seuls gestionnaires, opérant selon une logique industrielle (offre de produits standardisée) ou « artisanale (offre personnalisée).

Comme le précise Monique Bourven, ce double mouvement n'est pas né *ex nihilo* du souhait subit des établissements français de modifier leurs règles de fonctionnement dans un sens plus déontologique et plus efficace. La stratégie d'expansion mondiale des grands gestionnaires anglo-saxons conjuguée à la pression des clients (en particulier, les plus exigeants d'entre eux, fonds de pension et autres « institutionnels ») y a mené, en partie sous la contrainte. Il s'agit pour la gestion « française » de conserver ses positions dans un espace plus concurrentiel. A cet égard, tout porte à croire (et pas seulement l'euro) que le mouvement vers plus de professionnalisme des acteurs, de mobilité des clients, d'exigence de rentabilité, de clarté dans l'offre va non seulement se poursuivre mais s'accélérer.

C'est donc bien à un inventaire dynamique des principales évolutions qui traversent les métiers de l'épargne que nous invite ce dossier... Il n'existe pas d'unique schéma gagnant pour les professionnels mais, dans un environnement de toute évidence plus concurrentiel et plus exigeant, plusieurs stratégies possibles.