

COMMENT GÉRER L'ÉPARGNE EN RÉGIME DE TAUX TRÈS BAS ?

JEAN-FRANÇOIS BOULIER*

L'épargne est principalement une affaire de long terme : un besoin structurel pour les épargnants, une manne de financement pour les acteurs économiques, un enjeu professionnel important pour une industrie des produits et des services qui se porte bien en France. Pourtant, le défi des taux extrêmement bas, inattendu même s'il avait pu être annoncé, impose de prendre du recul pour analyser les conséquences sur l'offre actuelle et les solutions envisageables pour les années à venir. Il y a quarante ans, le défi était radicalement opposé puisque les deux chocs pétroliers successifs allaient amener l'inflation des pays développés entre 15 % et 20 %, les taux des emprunts d'État dans le même intervalle et les banquiers centraux, Paul Volcker en tête, à remonter les taux pour juguler la première grande dérive des prix d'après-guerre. Aujourd'hui, tout est bas : l'inflation, les taux et le prix des matières premières. Est-ce une bonne raison pour que le moral des investisseurs soit également bas ?

225

QUELS SONT LES IMPACTS DES TAUX BAS ?

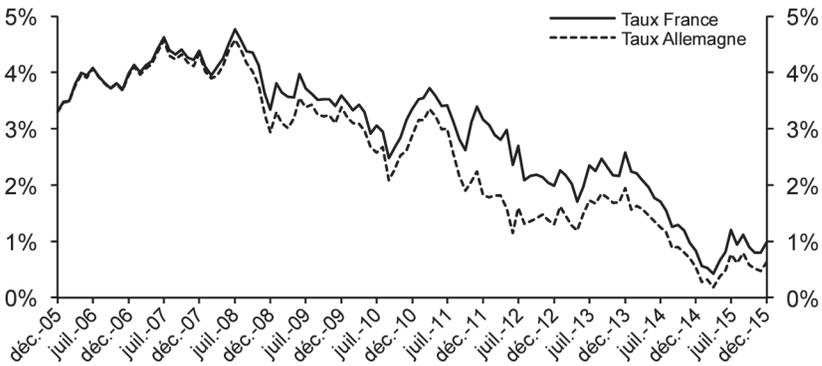
La politique délibérée de baisse des taux conduite par l'ensemble des banques centrales des pays développés et en développement s'est traduite par des effets massifs sur les marchés de capitaux.

Les taux à dix ans auxquels empruntent les États se sont effondrés bien en dessous de 5 %, là où vingt-cinq ans auparavant ils étaient supérieurs à 10 %. Les taux allemands ont même taquiné les 0 % pendant quelques semaines lorsque la possibilité de mesures non

* Président du Directoire, Aviva Investors France. Contact : valerie.mauri@avivainvestors.com.

conventionnelles a été évoquée, puis quand leur mise en œuvre a été effective au début de 2015. Les taux correspondant à des maturités plus courtes sont négatifs depuis de très nombreux mois. S'il peut faire sens pour la Banque centrale européenne (BCE) de continuer à investir dans de telles conditions afin d'apporter des liquidités à l'économie, il est devenu très problématique d'investir dans de tels titres au bénéfice des épargnants.

Graphique 1
Comparaison des taux à dix ans pour l'Allemagne et la France
depuis dix ans



226

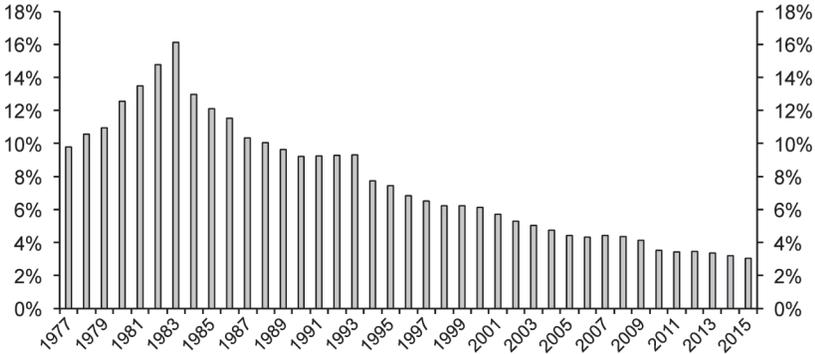
Source : Datastream.

L'équation est assez simple à comprendre : mettons que le taux à l'achat soit de 1 % sur une maturité de sept ans. Les frais d'achat et de droit de garde rabotent ce rendement de moitié, la fiscalité sur les revenus fait le reste. Comment rémunérer aussi le service de conseil ? Quant à l'inflation, qui n'est certes pas une menace aujourd'hui, elle devrait tout de même sur la durée, si la banque centrale atteint son objectif, amputer de 1,5 % à 2 % le pouvoir d'achat de l'épargne ainsi placée.

Bien sûr, certains produits permettent de diminuer l'impact fiscal, en assurance-vie et en épargne salariale principalement. L'assurance-vie en euros se taille la part du lion avec pas loin de 1 000 Md€ en France, soit entre 20 % et 25 % de l'épargne française totale. Les fonds jouissent de garanties annuelles, de mécanismes de lissage intertemporels qui ont fait leurs preuves et de performances remarquables sur les dernières années de baisse des taux. Le fonds Afer, association d'épargnants présidée par Gérard Bekerman, aura rapporté net de frais, avant les prélèvements sociaux, plus de 4 % par an au-dessus de l'inflation depuis son lancement en 1976 (2,4 % depuis dix ans) et 0,82 % de plus que les taux d'État à dix ans nets de frais et avant prélèvements sociaux

(1,06 % depuis dix ans). Mais son succès est en partie attribuable à la baisse des taux et à la grande sagesse de l'inflation. Les mêmes conditions se reproduiront-elles dans le futur ? En ce qui concerne la baisse des taux, la réponse est évidemment non.

Graphique 2
Évolution annuelle du taux net du contrat Afer



Source : AFER.

Les actions constituent le placement financier complémentaire des obligations. Plus rentables sur le long terme, elles sont aussi plus risquées à court terme. L'impact des taux bas reste très favorable pour les entreprises qui ont assaini leur bilan et restructuré leur dette depuis la Grande Récession. Leur profitabilité a sensiblement augmenté, elle est en moyenne de 20 % supérieure aux niveaux d'avant cette récession aux États-Unis, mais reste très en deçà, environ 30 % en moyenne, en Europe. Le retard conjoncturel en est en partie la cause. Le désamour des épargnants pour la Bourse demeure l'obstacle principal à une meilleure allocation de l'épargne en actions. Ces dernières génèrent pourtant depuis plusieurs années des dividendes très nettement supérieurs aux taux auxquels les entreprises empruntent. Là encore, la fiscalité, défavorable à l'actionnaire stable, pousse à détenir des titres dans des véhicules que l'industrie de l'*asset management* a développés, à bon escient, mais peut-être en trop grand nombre. L'investissement en non coté, en apparence moins volatil, reste confidentiel et souvent extrêmement coûteux en termes de frais de gestion.

Intermédiaires entre actions et obligations, les placements immobiliers présentent des rendements attractifs et, sous certaines conditions, une fiscalité favorable. Il n'est guère besoin de promouvoir ce placement, tant il est chéri des épargnants. Pourtant, sa faible liquidité engendre des risques qui ne sont pas suffisamment appréhendés. Les

phases baissières des années 1990 ont laissé beaucoup de traces, que le temps estompe malgré tout. L'environnement de taux bas, la reprise économique récente en zone euro et la relative sagesse des prix militent pour une allocation plus marquée dans cet actif réel.

Pour ceux qui laisseraient leur épargne en produit de bilan, ce sont des taux nets inférieurs à 1 % qu'il faut escompter et des fonds monétaires avec des rentabilités négatives. Clairement, l'ensemble des produits de taux sont très affectés par ce que certains économistes dénomment la « répression financière », autre menace symétrique de l'inflation qui provoque l'« euthanasie des rentiers ».

Quant aux fonds diversifiés qui assurent une allocation d'actifs plus performante dans le long terme, en particulier au regard des ratios de risque et de rentabilité, ils souffrent de la cherté des obligations. Les fonds prudents prêtent particulièrement le flanc à ces conditions difficiles car leur allocation d'actifs privilégie les produits de taux.

QUELLE EN EST LA PERCEPTION PAR LES ÉPARGNANTS ET LEURS CONSEILLERS ?

228

Le succès de plusieurs produits, dont les contrats d'assurance-vie en euros, a pu retarder la prise de conscience des épargnants du bas niveau des taux, mais le constat est maintenant présent dans les esprits de ceux qui gèrent activement leur épargne. Ceux qui s'appuient sur leur conseiller auront un relais plus ou moins direct et avisé, mais ne tarderont pas à prendre pleinement la mesure financière de cette nouvelle situation. La baisse des taux administrés, celui du livret A en premier lieu, a donné un caractère officiel et incontestable à la situation. Pour trouver des solutions, les arguments qui ont fait l'engouement des produits du passé doivent être reconsidérés. Fiscalités mal fagotées et soif de garanties de toutes natures sont les premiers freins pour considérer d'autres véhicules et des solutions au défi des taux bas. Cependant, le handicap majeur, toujours présent mais peu traité, demeure la culture financière des épargnants. La génération qui a appris l'économie en classe de philosophie a hélas peu de repères pour analyser et choisir en connaissance de cause les produits dont elle a besoin.

Cette formation insuffisante se retrouve, mais heureusement à un moindre niveau, parmi quelques professionnels de la distribution. Beaucoup de réseaux de distribution ont privilégié la variété des produits à l'expertise financière, clé pour appréhender les besoins des épargnants et les produits qui sont en vente. La situation peut apparaître, à maints égards, assez hétérogène, ce qui ne facilite pas sa résolution. Ce handicap se traduit par des craintes légitimes à prescrire des produits dont la compréhension est partielle. Certains épargnants

vont de ce fait se plaindre d'un conseil insuffisant, voire d'une absence de proximité de leur prescripteur. L'essor de la profession de conseil en gestion de patrimoine apporte une nouvelle perspective et de nouveaux défis. Dans chaque cas, la formation et la maîtrise technique sont déterminants pour asseoir un fonds de commerce et apporter un conseil de qualité. Les associations professionnelles en sont pleinement conscientes et proposent des solutions de formation à leurs membres.

Le niveau bas des taux entraîne incontestablement une pression sur les marges. La plus grande transparence sur les frais, liée au DICI (document d'information clé pour l'investisseur) pour les fonds et bientôt étendue à tous les produits au travers de la réglementation PRIIP (*Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products*), encore en discussion, accentue la perception du problème par les épargnants. Pourtant, le conseil suppose une attention et un investissement des conseillers qui doivent y trouver une juste rémunération. Faute de quoi, l'indépendance et l'impartialité sont potentiellement menacées. La régulation partout en Europe a mis le sujet sous haute surveillance : d'abord dans les pays, comme l'Angleterre et la Suisse, où l'épargne-retraite est essentiellement capitalisée, puis progressivement en Europe.

Les besoins des épargnants eux-mêmes connaissent des évolutions qui ne sont pas toujours favorisées par le bas niveau des taux. L'exemple majeur est celui de la retraite : la démographie et le taux d'emploi conspirent à mettre les régimes par répartition sous pression. Or investir son épargne à long terme quand les taux sont bas consiste à obérer durablement la performance ou le niveau des revenus futurs. Investir en actions, même s'il s'agit d'une bonne décision, bute sur les obstacles cités plus haut. Les besoins d'épargne projet, comme le financement des études supérieures des enfants, de plus en plus fréquemment à l'étranger, créent des besoins nouveaux.

Enfin, l'offre désintermédiée proposée sur Internet va se développer très rapidement : *robo advisors*, sélection en ligne, aide à l'achat de fonds sur Internet vont révolutionner le rapport des épargnants et des sociétés d'*asset management*. Dans le contexte de pression sur les marges, avec une capacité d'information et de formation en ligne sans précédent, les FinTech jouissent d'atouts incontestables.

QUELLES SOLUTIONS PROPOSER AUX ÉPARGNANTS ?

L'épargne française est abondante, mais nombre d'experts considèrent que ses placements ne sont pas efficacement répartis en termes d'actifs. Comme cela a été évoqué, le succès des fonds en euros n'a pas favorisé la diversification des placements. Aider à de meilleurs place-

ments, plus adaptés aux besoins et, bien sûr, aux profils de risque des épargnants, est donc essentiel. Les conseillers indépendants ou affiliés ont donc un rôle clé dans l'aide au choix des véhicules de placement et à leur suivi dans la durée. Pourtant, les épargnants français renâclent à payer un service dont ils ne perçoivent pas toujours l'utilité.

Pour mieux allouer cette épargne, des mandats de gestion sont maintenant fréquemment proposés. Des services professionnels adaptent portefeuilles de fonds et produits d'épargne en fonction des besoins et des profils. Cette solution a le mérite d'apporter une réponse complète pour l'épargnant sur tout ou partie de son portefeuille et permet aux conseillers financiers de déléguer la gestion financière à des investisseurs professionnels. Souvent plus stables, s'ils sont gérés suffisamment efficacement, les encours de ces mandats peuvent constituer un socle d'actifs qui permet aux gérants de diversifier leur offre de fonds.

Qu'elle soit menée par un professionnel qui sélectionne des fonds pour le compte de son client, par le client lui-même ou par un gérant qu'il a mandaté, la réallocation des avoirs vers l'économie réelle et son financement sont particulièrement opportuns, maintenant que les taux sont bas. C'est d'ailleurs l'intention affichée par les banques centrales qui en renchérissant les obligations d'État poussent à acheter des titres d'entreprises, en fonds propres notamment. La réallocation vers l'immobilier et la Bourse sont donc à l'ordre du jour. Les conditions financières créées par les taux bas sont favorables aux entreprises en abaissant leurs charges financières. Elles sont également favorables à l'immobilier en aidant les emprunteurs à investir et en créant un écart favorable aux propriétaires entre les loyers et le coût de l'emprunt. Les véhicules ne manquent pas en matière de fonds actions ou de programmes immobiliers. L'appétit est sans doute ce qui manque, en particulier pour les actions.

Les taux bas ne dureront peut-être pas très longtemps. Des scénarios d'évolution possible à la hausse doivent être considérés dans une optique de moyen long terme. La fin de la politique non conventionnelle de la BCE au plus tôt au milieu de 2017 se fera-t-elle dans un cadre de croissance inflationniste ou de poursuite de pression déflationniste ? Où en seront les États-Unis en matière économique et monétaire ? En tout état de cause, la très forte augmentation des bilans des banques centrales devra se stabiliser ou se résorber. Il est donc prudent d'envisager des produits sensibles à la hausse des taux ou de l'inflation ou, à tout le moins, de considérer des protections, notamment pour les produits qui peuvent être affectés par le retrait des liquidités. Une façon de faire consiste à détenir des produits ayant des échéances étalées dans le temps, ce qui permet, d'une part, d'avoir de

meilleures conditions de rémunération et, d'autre part, de disposer de liquidités susceptibles d'être investies à plusieurs dates dans le futur pour bénéficier de taux potentiellement plus élevés.

Comme le développement économique international est asynchrone, il peut s'avérer opportun d'investir dans ceux des marchés internationaux qui ont des niveaux de taux plus importants. Bien entendu, il y a lieu de réfléchir à l'exposition en devises liées à ces investissements. Couvrir ou ne pas couvrir ces risques, de même que diversifier les portefeuilles pour limiter le risque de taux paraissent recommandés dans de telles conditions. Les obligations de plusieurs pays émergents ou de certaines de leurs entreprises sont d'ores et déjà attractives et si le durcissement de la politique monétaire se poursuit aux États-Unis, les obligations américaines de bonne qualité de crédit pourraient être mieux considérées.

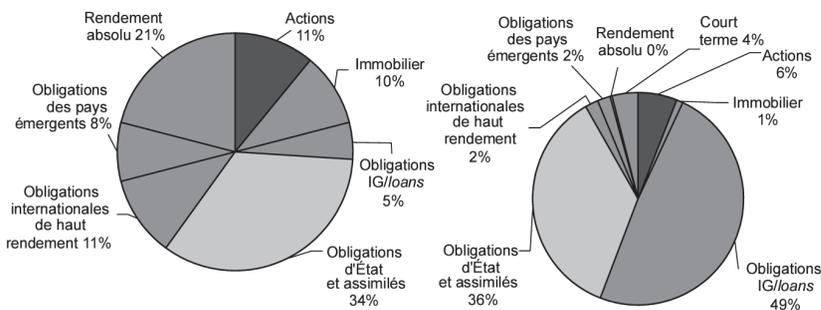
D'une façon générale, ouvrir l'univers de placement en matière de classes d'actifs ou de zones géographiques nécessite un investissement en temps et en formation dont il ne faut pas négliger l'importance. Car investir sans comprendre peut s'avérer désastreux. Les opportunités ne restent pas très longtemps sur les marchés financiers mondiaux où les liquidités abondent, il y a une prime à la rapidité. C'est pourquoi une bonne formation est cruciale, aujourd'hui particulièrement.

De nouveaux produits sont apparus qui paraissent mieux adaptés aux circonstances financières actuelles. Deux d'entre eux méritent un développement particulier : les contrats d'assurance eurocroissance et les fonds de performance absolue, parfois aussi dénommés « fonds flexibles ». Les premiers ont été créés, il y a quelques années, à la suite du rapport Berger-Lefèvre. Ce sont des contrats d'assurance-vie offrant aux épargnants une garantie à moyen terme (au moins huit ans) d'une liquidité constante, mais qui ne bénéficient pas comme les contrats en euros d'une garantie à tout moment. Ainsi, l'épargnant retrouve l'épargne investie, et peut-être davantage, au terme (qu'il a choisi) de sa garantie, mais peut sortir à tout moment à la valeur de marché du portefeuille géré par la compagnie d'assurances, valeur qui peut être supérieure ou inférieure à cette garantie. Ce nouveau produit, intermédiaire entre les contrats en euros et les supports en unités de comptes, permet à l'épargnant de bénéficier d'un portefeuille investi en actifs plus rentables que le traditionnel fonds en euros, tout en gardant une garantie à terme. À titre d'illustration, à la fin de 2015, le fonds en euros du contrat Afer était investi à hauteur de 5 % en actions et 1 % en immobilier, là où le fonds eurocroissance de l'Afer détenait 10 % d'actions et 10 % d'immobilier.

Les fonds de performance absolue ou encore les fonds flexibles ont pour objectif d'obtenir une performance plus élevée que les taux à court

terme en n'étant pas systématiquement exposés aux marchés financiers, de dettes ou d'actions. Le concept est en partie venu du succès des fonds alternatifs et vise à affranchir la gestion d'une allocation quasi constante, qui se traduit généralement par un indice de référence. Au total, ces fonds se définissent en étant... pas comme les autres ! L'offre est devenue pléthorique avec plus de 1 600 fonds proposés, rien que sur le marché français. Les méthodes de gestion diffèrent et leurs succès sont divers, mais cette offre de gestion « tout en un » fait de plus en plus d'émules. Ceux de ces fonds qui visent des risques modérés, disons inférieurs à 10 %, sont de sérieuses alternatives aux fonds diversifiés classiques, notamment les fonds prudents dont la part en obligations est prédominante.

Graphique 3
Afer Eurocroissance (à gauche) et Afer Contrat Euro (à droite)



232

Source : AIF.

Si l'audace est permise, l'avènement de fonds de pension en France en complément de la retraite par répartition pourrait utilement compléter un dispositif d'épargne de long terme plus propice à l'investissement en actifs réels puisque la part en actions et en immobilier dans les fonds existant dans d'autres pays se situe autour des deux tiers des portefeuilles. Les taux bas et le début de cycle en zone euro seraient un bon *timing* pour le démarrage de tels fonds. Des voix se sont élevées pour réfléchir à une telle évolution qui permettrait à un large ensemble de salariés du secteur privé de jouir d'un dispositif déjà en place pour ceux du secteur public. Les paradoxes ne manquent pas en France !

QUELQUES COMMENTAIRES EN GUISE DE CONCLUSION

Taux bas ou non, l'épargne sera mieux gérée au bénéfice des épargnants si ces derniers sont écoutés et si leurs besoins sont mieux exprimés. Comme nous l'avons amplement développé, la formation économique et financière sera déterminante pour améliorer la situation

à cet égard. N'est-ce pas une cause nationale ? L'écoute des épargnants demeure insuffisante, mais plusieurs associations portent de plus en plus clairement leurs messages : pour mieux investir, la confiance est nécessaire. Pour cela, simplicité, cohérence, transparence et stabilité, notamment de la fiscalité, mais aussi des produits offerts, doivent être améliorées. Une fiscalité qui n'encourage pas les placements de court terme serait un minimum !

Promouvoir les meilleures pratiques parmi les fournisseurs, les promoteurs et les conseillers est une exigence professionnelle. L'ère digitale qui s'ouvre clairement dans les services financiers offrira une opportunité de plus grande accessibilité et, parfois, de coûts plus bas. Elle fera, ce qui pourra être parfois douloureux, disparaître quelques rentes de situation au profit, tout du moins en partie, des rentiers tant mis à mal par les taux bas.

