

# LA GESTION FINANCIÈRE À LONG TERME : SPÉCIFICITÉ DE LA GESTION DES FONDS DE RETRAITE

PHILIPPE ZAOUATI \*

## *Nouveaux métiers, nouvelles compétences*

Attendus depuis longtemps par les professionnels, la création de fonds de pension en France est de nature à modifier profondément le métier de la gestion financière. Elle devrait permettre à l'industrie de la gestion de poursuivre la profonde mutation engagée depuis plusieurs années et qui a conduit en particulier à une organisation plus rationnelle, des prises de décisions hiérarchisées, une communication adaptée et un contrôle des risques plus efficace au sein des sociétés de gestion.

Les mutations à venir vont dans le même sens : celui d'une plus grande transparence dans les relations entre les différents intervenants, d'une spécialisation des métiers et d'une analyse de plus en plus fine des performances.

Cependant, l'une des principales particularités des fonds de pension réside dans la multitude de compétences appelées désormais à s'organiser, à travailler ensemble, à communiquer. La gestion financière n'est qu'un des éléments d'un ensemble complexe autour duquel on trouve la gestion technique du régime et la fonction de pilotage, la mesure actuarielle et le suivi des engagements, la gestion administrative et la relation avec les affiliés. Ces compétences diverses devront apprendre à travailler ensemble, à définir leurs frontières de compétences, à coordonner leurs décisions.

Or, il est malheureusement assez facile de sombrer dans la confusion : en confondant par exemple allocation stratégique et tactique, en appelant gestion actif-passif ce qui est souvent du benchmarking, en traitant de façon indépendante les problèmes du passif et de l'actif ...

La plupart des articles parus ces dernières années sur le thème de la gestion financière des fonds de retraite abordent la question sous l'angle de l'allocation stratégique optimale. Nous nous attacherons plutôt ici

233

---

\* Responsable de l'offre produits à Sogéposte depuis septembre 1996 et précédemment ingénieur financier à CDC Gestion, groupe Caisse des dépôts et consignations.

aux conséquences pratiques de l'avènement de fonds de pension sur le métier de gérant. Implique-t-il, par exemple, une modification sensible des méthodologies de gestion ? Ou une hiérarchie différente des décisions entre l'allocation stratégique et l'allocation tactique ? Favorise-t-il ou non les stratégies de diversification ? C'est la réponse à ces questions qui nous conduira finalement à déterminer le portrait-robot du bon gestionnaire financier de fonds de pension.

Pour y parvenir, nous suivrons le cheminement suivant :

- tout d'abord, il nous faut déterminer quelle est la véritable spécificité de la gestion d'un fonds de retraite. Dire qu'il s'agit d'une gestion à long terme est non seulement éculé mais notoirement insuffisant ;
- de cette spécificité, nous déduirons les conséquences directes sur le métier de la gestion financière, en identifiant précisément ce qui est du ressort du gestionnaire et ce qui sort de sa compétence ;
- enfin, nous décrirons les principales compétences nécessaires à la gestion financière d'un fonds de pension et les méthodes permettant de répondre à ces nouveaux besoins.

### ***La spécificité des fonds de retraite et ses conséquences sur le métier de gestionnaire ?***

234

*En quoi la gestion d'un fonds de retraite est-elle spécifique ?*

Après tout, la gestion d'un fonds de retraite est-elle fondamentalement différente de celle d'une Sicav de réseau bancaire ou de celle d'un mandat de gestion financière à moyen terme d'une caisse de retraite ?

L'analyse des systèmes de retraite se heurte d'emblée à la multitude des régimes et des cadres légaux. Qu'il s'agisse de mécanisme de répartition ou de capitalisation, de prestations ou de cotisations définies, ces caractéristiques ont évidemment un impact important sur les objectifs financiers des fonds de retraite et sur leurs risques. Néanmoins, dans tous les cas, nous sommes convaincus que la gestion d'un fonds de retraite est à la fois essentielle et spécifique au moins pour trois principales raisons :

- un fonds de retraite est représentatif d'engagements à très long terme ;
- un fonds de retraite est représentatif d'engagements aléatoires dépendant de paramètres démographiques et économiques ;
- enfin, on ne peut réduire la spécificité des fonds de retraite ni à la longueur de l'horizon de gestion, ni aux paramètres de variation du passif. La véritable particularité des fonds de retraite réside en fait dans la nature même de leur objectif : apporter un complément de revenu. Or, cet objectif est radicalement différent de la gestion d'une épargne de précaution.

*Des engagements à très long terme*

La création de fonds de pension en France devrait modifier radicalement la perception même de la notion de « long terme » dans l'esprit des gestionnaires français. Jusqu'à présent, la limite maximale des horizons de gestion que nous connaissions était de l'ordre d'une dizaine d'années. Admettons que l'on puisse la situer sans trop se tromper entre la durée des contrats d'assurance-vie (placement privilégié, s'il en est, de l'épargne des ménages) et la maturité traditionnelle des OAT (véhicule privilégié du financement de l'état), c'est-à-dire entre huit et dix ans.

Lorsque l'on s'intéresse aux fonds de retraite, les horizons s'allongent considérablement. Quelques chiffres suffisent aisément à s'en persuader : l'espérance de vie à 60 ans, c'est-à-dire à l'âge de la retraite, est de plus de 25 ans ; la durée moyenne des carrières est de l'ordre de 35 ans à 40 ans ; enfin, selon une étude du CIEC, la vie moyenne des prestations de retraite de l'ensemble de la population française serait actuellement de 26 ans <sup>1</sup>.

Les gestionnaires financiers des fonds de retraite vont donc être confrontés à des horizons de plusieurs décennies. De telles durées dépassent à la fois la longueur des grands cycles de marché mais aussi l'horizon raisonnable de prévision des variables économiques et financières. Il ne s'agira donc pas seulement d'adapter la gestion à long terme aux objectifs des fonds de retraite mais bien de changer de cadre de raisonnement, de changer de référentiel.

235

*Des engagements aléatoires dépendant de paramètres démographiques et économiques*

Dans la gestion d'un fonds de retraite, les décisions d'allocation d'actifs, et en particulier les choix stratégiques, sont essentiels. Essayons rapidement d'expliquer pourquoi.

La gestion financière d'un fonds de retraite est fondamentale parce qu'elle détermine la rentabilité à long terme des actifs et, par conséquent, les prestations futures (dans le cas d'un régime à cotisations définies) ou les cotisations futures (dans le cas d'un régime à prestations définies). Sur un horizon de 30 ans, un demi point de rentabilité moyenne en plus ou en moins peut suffire à transformer un régime équilibré en un régime lourdement déficitaire.

Mais la gestion d'un fonds de retraite doit surtout prendre en compte les éléments par définition inconnus que sont les paramètres démographiques et économiques.

1. Ce calcul dit *duration du passif* du « fonds France » est cité dans le bulletin de mars/avril 1996 du Centre d'Information sur l'Épargne et le Crédit. La structure par tranches d'âge de la population active de moins de soixante ans établie par l'INSEE et les tables de mortalité en vigueur ont servi de base à ce calcul.

Pour simplifier, les risques encourus dans la gestion d'un fonds de retraite sont de trois ordres :

— le plus grave est bien entendu celui de ne pas disposer à un moment donné des sommes nécessaires pour payer les pensions des retraités ;

— le second est relatif à l'indexation de ces pensions par rapport à l'inflation ;

— enfin le troisième est le risque de présenter à court terme des résultats financiers trop faibles qui pourraient avoir un impact psychologique défavorable sur les cotisants du régime, ceux-ci étant non agueris aux techniques financières.

Or, la réalisation de cette rentabilité « raisonnable » à court terme peut être contradictoire avec l'atteinte des deux premiers objectifs. Autrement dit, si les fonds de pension ont des engagements à très long terme, leur gestion doit pouvoir procéder à des ajustements sur horizons plus courts. Le rôle de l'allocation stratégique est précisément de déterminer les solutions permettant d'arbitrer entre ces différents objectifs.

#### *Un objectif de nature profondément sociale*

236

Cependant, on ne peut réduire la spécificité des fonds de retraite à la longueur de l'horizon de gestion ou aux contraintes de la gestion actif-passif.

La nature profondément sociale des engagements constitue en fait la véritable spécificité de la gestion d'un fonds de retraite. En effet, l'objet des fonds de pension se démarque sensiblement de celui des compagnies d'assurance-vie ou des gestionnaires d'OPCVM. Il s'agit de servir une promesse qui doit apporter une source de revenus venant en complément des prestations des régimes obligatoires dont chacun souligne aujourd'hui le caractère insuffisant. L'objet ne peut donc pas se confondre avec la gestion d'une épargne de précaution.

Un complément de revenu pour la retraite, contrairement à une épargne classique, ne peut s'accommoder du caractère fluctuant, et par certains aspects aléatoires, de la performance des marchés financiers. Le régime de retraite se doit par conséquent de fournir une prestation qui soit, autant que possible, indépendante de la période de cotisation, pour des conditions économiques comparables.

### *Les conséquences sur le métier de gestionnaire*

Si l'on résume les principaux éléments précédents, la gestion financière d'un fonds de retraite implique finalement :

- de disposer d'outils de mesure et de simulation des engagements et de « connecter » l'actif et le passif parce qu'ils varient selon des paramètres équivalents ;
- de définir des méthodes de lissage des résultats gommant le caractère aléatoire des marchés financiers ;
- et enfin de gérer des portefeuilles d'actifs sur de longues périodes.

Or, parmi ces trois implications, deux au moins ne sont pas, ou sont seulement partiellement, du ressort du gestionnaire financier.

Pour comprendre l'évolution probable du rôle de gestionnaire financier, il est nécessaire de revenir quelque peu sur l'organisation d'un fonds de retraite. Dans un régime de retraite par capitalisation, le principal organe de décision est le Comité de surveillance, constitué traditionnellement pour moitié de représentants de l'employeur et de représentants des salariés. C'est au sein de cette instance que sont prises les grandes décisions d'allocations des actifs, d'indexation des droits des salariés et d'organisation du régime. Le Comité de surveillance délègue généralement à des organismes extérieurs la gestion administrative, la gestion technique et la gestion financière. Il appointe aussi un actuaire-conseil, chargé d'évaluer périodiquement les engagements du régime et de réaliser un contrôle externe indépendant sur sa gestion.

237

#### *La mesure des engagements et la gestion actif-passif*

Dans le domaine de l'allocation stratégique des actifs ou de la gestion actif-passif, le gestionnaire financier du régime intervient, mais il doit nécessairement travailler avec les autres délégataires :

- avec le gestionnaire technique ou le garant du régime<sup>2</sup> puisque celui-ci garantit les engagements futurs et demandera en contrepartie un droit de regard sur les choix d'allocations d'actifs ;
- avec l'actuaire-conseil qui est souvent très fortement impliqué dans les décisions d'allocation d'actifs.

La répartition des rôles entre les différents spécialistes n'est pas encore clairement définie et ne fait pas forcément l'unanimité. Les choix qui seront faits auront des implications importantes, non seulement pour le fonctionnement du régime de retraite mais aussi pour l'avenir du métier de la gestion financière en France.

Quel doit être le partage des rôles entre l'actuaire-conseil et la société de gestion ? Quel rôle le comité de surveillance souhaite-t-il assigner à la

2. Notons que dans le cadre juridique actuels des régimes dits articles 83, la société de gestion est délégataire de la compagnie d'assurance et non pas du comité de surveillance.

société de gestion ? et par voie de conséquence quel type de société de gestion sera-t-elle la plus adaptée ? Privilégiera-t-on un gestionnaire généraliste, maîtrisant l'allocation d'actifs à moyen ou long terme ou plutôt une série de gestionnaires spécialisés par zones géographiques ou par classes d'actifs ?

En France, les sociétés de gestion proposent aujourd'hui d'apporter leur expertise à tous les niveaux de la gestion des fonds de retraite, de la définition des objectifs stratégiques à la gestion de chacune des classes d'actifs. Mieux encore, le conseil en allocation stratégique est devenu un élément important de différenciation entre sociétés de gestion concurrentes. Parallèlement, le développement des consultants et des actuaires-conseils - dont on sait qu'il a été concomitant de celui des fonds de pension chez nos voisins anglo-saxons - réduit de plus en plus le rôle des gérants dans la phase stratégique.

Nous sommes convaincu que cette évolution va se poursuivre, voire s'amplifier, dans les années à venir pour plusieurs raisons :

— tout d'abord, les facteurs à prendre en compte dans l'allocation stratégique ne sont pas stricto sensu des paramètres de gestion. L'allocation stratégique dépend exclusivement de paramètres internes aux fonds de retraite tels que la structure de leurs engagements ou l'aversion pour le risque des affiliés. Lorsque des rentabilités interviennent dans les calculs, il s'agit généralement de moyennes de performances sur très longue période, c'est-à-dire d'une extrapolation de données passées ;

— par ailleurs, les fonds de pension modifient radicalement les techniques d'allocation stratégique : nous évoluons d'un simple « benchmarking » à une véritable problématique de gestion actif-passif.

En effet, l'allocation stratégique peut désigner des choses bien différentes :

— lorsque les actifs gérés correspondent à une réserve réalisée en prévision d'une dépense future certaine (c'est le cas pour la gestion d'un fonds à taux garanti) ou en couverture d'un risque aléatoire de dépense future dont on connaît les paramètres (c'est le cas d'un fonds de retraite), l'allocation stratégique consistera à réaliser la meilleure adéquation possible entre l'actif et le passif ;

— en revanche, lorsque les flux futurs sont inconnus ou trop mal identifiables, l'allocation stratégique sera moins ambitieuse et se donnera généralement pour objectif de déterminer une allocation compatible avec l'horizon de gestion et le niveau de risque acceptable à cet horizon.

Les sociétés de gestion françaises se sont trouvées le plus souvent dans ce deuxième cas, c'est-à-dire dans une situation où la connexion actif-passif ne revêtait pas d'intérêt. Certains sont tentés d'appliquer aujourd'hui la même recette aux fonds de retraite : dans un premier

temps, un actuaire calcule l'échéancier prévisionnel des engagements sous des hypothèses raisonnables et, dans un deuxième temps, le gestionnaire propose une allocation stratégique adaptée aux horizons en question. Or, cette déconnexion entre actif et passif est inadaptée et même dangereuse.

Le gestionnaire financier ne peut plus travailler seul dans la phase stratégique. Son apport consistera pour l'essentiel à expliquer le fonctionnement des marchés financiers en fonction de ses principaux paramètres.

#### *Le lissage des résultats*

Le lissage des résultats est le mécanisme permettant de mutualiser entre plusieurs générations le risque de fluctuation des marchés financiers. Il s'agit évidemment d'un problème de pilotage du fonds de retraite, donc du ressort de la gestion technique et non de la gestion financière du régime. Il s'agit d'une décision de nature éminemment « politique » qui ne peut être prise que par les représentants des affiliés du régime, c'est-à-dire par le Conseil de surveillance, même si cette décision a des conséquences non négligeables en termes d'allocation d'actifs.

Seul un système de pilotage, associé à un reporting précis de la part du gestionnaire financier, permettra de connaître à tout moment les écarts et de les corriger afin d'assurer la pérennité et la sécurité des engagements pris envers les salariés.

Trois éléments structurels, liés au montage et à la réglementation des fonds de retraite, ont un impact direct sur le lissage des résultats :

— tout d'abord, le lissage peut être plus ou moins souhaité dans la construction même du régime. Selon que la gestion des droits des salariés sera individuelle ou collective, selon que la gestion des phases d'épargne et de rente sera séparée ou conjointe, le régime sera plus ou moins mutualisé ;

— le lissage peut être aussi plus ou moins facilité par la réglementation, et en particulier les règles comptables, applicables aux fonds de pension (cf. encadré).

La comptabilité actuelle des compagnies d'assurance françaises favorise fortement la détention d'obligations puisque les moins-values sur ces titres ne sont pas comptabilisées. De nombreuses voies se font aujourd'hui entendre pour demander une adaptation de ces règles comptables pour les fonds de retraite. Un traitement comptable des actions se rapprochant de celui des obligations, c'est-à-dire autorisant un lissage dans le temps des moins-values sur les portefeuilles boursiers, permettrait d'augmenter sensiblement la proportion d'actions dans les portefeuilles et profiterait donc finalement aux futurs retraités.

C'est ce que démontre fort simplement Jean-François Boulier en supposant que le fonds de pension a, chaque année, la possibilité d'emprunter, ou de placer, l'écart entre la rentabilité annuelle effective des actions et la rentabilité espérée à long terme. Lorsque les actions réalisent une performance plus faible que leur moyenne sur longue période, l'emprunt permet d'éviter de provisionner des moins-values et, a contrario, le placement des gains réalisés au-delà de cette moyenne permet de constituer un matelas de sécurité. Sous cette hypothèse, la proportion optimale d'actions est alors une fonction croissante du nombre d'années de « lissage » comptable ;

— enfin, la capacité de lissage dépend du niveau de la garantie de revalorisation des rentes (cf. encadré). La question du lissage des résultats est en effet la suivante : de combien peut-on aujourd'hui revaloriser les engagements tout en maintenant une égalité des chances pour les retraités, c'est-à-dire en préservant l'avenir ? Or, plus le rendement garanti du régime sera élevé, plus la marge de manoeuvre de la gestion financière sera faible et plus l'on pénalisera finalement la rentabilité à long terme.

Le CIEC propose précisément de modifier le mécanisme de la garantie de revalorisation des pensions dans le cadre des rentes viagères afin d'augmenter la proportion d'actions dans les portefeuilles des fonds de retraite. Le mécanisme proposé serait le suivant :

— la garantie de revalorisation (par exemple au taux de 3,5 %) serait limitée aux dix prochaines années de rentes ;

— cette garantie de dix ans serait renouvelable chaque année de telle sorte que, si tout se passe bien, le retraité a systématiquement une garantie de revalorisation glissante de dix ans ;

— les actifs correspondants aux dix prochaines années seraient alors gérés en obligations, alors que la partie de l'actif représentative des engagements à plus long terme pourrait être massivement investie en actions.

Sous ces hypothèses, le CIEC démontre que la proportion d'actions pourrait alors atteindre un niveau de l'ordre de 70 % .

#### *La gestion de portefeuilles sur longue période*

Enfin, le troisième élément de la spécificité de la gestion des fonds de retraite concerne exclusivement le gestionnaire financier : compte tenu de l'adéquation au passif, compte tenu de la politique de lissage des résultats retenue, le gestionnaire financier se verra assigner l'objectif de gérer un portefeuille sur un horizon pouvant atteindre plusieurs décennies. Cependant, la longueur de l'horizon de gestion ne modifie pas la nature de la gestion. Il s'agira, comme dans une gestion traditionnelle, de se comparer à un indice de référence avec des contraintes de risque



ou d'exposition aux marchés.

Si la nature de la gestion ne change pas, que va donc modifier l'allongement de la durée de placement ? Selon nous, deux modifications essentielles sont à retenir.

— Tout d'abord, le fait d'avoir des objectifs de gestion à long terme implique intuitivement que le gestionnaire va devoir se positionner par rapport à des grands cycles de marchés et donc réaliser des prévisions de rentabilité des marchés financiers à moyen terme. L'allocation tactique nous paraît être la décision essentielle dans la gestion d'un fonds de retraite et, à ce titre, la première prérogative des sociétés de gestion.

Ceci mérite d'autant plus d'être souligné que, dans le modèle de gestion anglo-saxon, on assiste au contraire à une spécialisation à outrance des sociétés de gestion par types d'actifs ou par zone géographique. L'allocation tactique reste entre les mains des organismes de retraite eux-mêmes ou, le plus souvent, de consultants spécialisés. Or, cette solution est selon nous incompatible avec le rôle traditionnel des sociétés de gestion françaises, c'est-à-dire un rôle de généraliste.

— La seconde adaptation nécessaire des gestionnaires concerne l'aspect communication. La nature de l'objectif, l'existence d'une structure de pilotage paritaire, le nombre important d'intervenants implique que les sociétés de gestion présentent une transparence absolue à toutes les étapes du processus : en amont, elles doivent être en mesure de comprendre les choix issus de l'ALM ; en aval, elles doivent assurer un retour d'information optimal vers la structure de pilotage du régime.

### Conséquences des règles comptables et de la politique de revalorisation sur la gestion des fonds de pension

Considérons deux types de régime de retraite :

— un régime en unités de compte, dans lequel l'épargne acquise est égale à tout instant à la valeur de l'actif valorisé *marked-to-market* ;

— et un régime en francs dans lequel les droits des salariés sont revalorisés à chaque exercice par une compagnie d'assurance, puis garantis à ce niveau par la suite. L'actif est valorisé selon les règles du Code des Assurances. Nous avons considéré deux hypothèses : un régime sans garantie de revalorisation (taux de garanti 0 %) et un régime offrant un taux garanti de 3,5 % .

Pour chacun des deux régimes, nous recherchons la structure de l'actif qui maximise la performance à long terme (sur des périodes glissantes de quinze ans) tout en assurant un plancher de performance annuel correspondant au niveau de revalorisation garanti (0 % ou 3,5 %).

242

Tableau 1 :  
*Caractéristiques des portefeuilles optimaux en fonction du régime*

	Régime en U.C.	Régime en francs	
		TG = 0 %	TG = 3,5 %
Actions	56,00 %	30,00 %	12,00 %
Obligations <sup>3</sup> monétaire	44,00 %	70,00 %	88,00 %
Perf. sur 15 ans	10,50 %	10,95 %	9,93 %
Minimum annuel	- 11,00 %	0,00 %	3,50 %
Minimum sur 15 ans <sup>4</sup>	0,00 %	9,01 %	

3. Dans le régime en francs, les obligations sont représentées par une série « synthétique » qui consiste à constituer progressivement un portefeuille et à le valoriser au coût d'acquisition. Le taux de rendement est donc approximativement égal à la moyenne des TME des dix années précédentes.

4. L'investissement est de 1/15ème chaque année pendant 15 ans.

Dans le cas du régime en unités de compte, pour lequel cette contrainte n'existe pas, nous imposons que tout investissement réalisé de façon progressive sur quinze ans ait au minimum une rentabilité réelle positive.

Le tableau 1 indique la composition des portefeuilles ainsi construits et leurs principales caractéristiques financières.

Les principales conclusions sont les suivantes :

- dans le régime en unités de compte, le traitement comptable des actions et des produits de taux est équivalent et il n'y a pas de contrainte de rentabilité à court terme. La marge de manoeuvre de la gestion financière est grande et la pondération des actions est élevée ;
- en revanche, dans le régime en francs, le traitement comptable favorise clairement les obligations. Celles-ci sont d'autant plus prépondérantes dans le portefeuille que la contrainte de production financière annuelle est forte.

## *Le métier de gestionnaire d'un fonds de retraite*

### *La phase stratégique*

Au cours de la phase stratégique, le gestionnaire financier apporte sa connaissance des marchés financiers, indispensable à la modélisation actif-passif. Quelles rentabilités peut-on anticiper sur longue période ? Quels sont les paramètres qui influent sur ces rentabilités ?

243

### *Les modèles*

Nous n'entrerons pas ici dans le détail des modélisations mais, pour résumer, on peut distinguer deux grandes catégories de modèles de gestion actif-passif appliqués aux fonds de retraite :

- les modèles déterministes, qui s'inspirent de l'ALM<sup>5</sup> bancaire traditionnelle, consistent à modéliser le passif au moyens d'instruments financiers, puis à comparer ce passif modélisé aux actifs détenus, et enfin à en mesurer et en corriger les écarts. Cependant, ces méthodes se heurtent à la difficulté de représenter un passif dont les flux sont incertains, d'une part pour des raisons démographiques, d'autre part parce qu'ils sont indexés sur l'inflation par exemple ;

- les modèles probabilistes s'affranchissent quant à eux de cette approche déterministe et prennent en considération le caractère incertain des flux du passif. Les rentabilités des marchés financiers, mais aussi les paramètres économiques et démographiques du régime sont

5. *Asset Liability Management ou gestion actif-passif.*

modélisés par des processus stochastiques plus ou moins complexes. La simulation d'un grand nombre de scénarios permet alors de définir un programme d'investissement ou de pilotage optimal du régime.

Ces modèles mettent particulièrement bien en évidence l'interdépendance entre le montant des contributions des employés ou des employeurs et la politique d'investissement du fonds de retraite. Accepter aujourd'hui une plus forte variabilité de sa contribution permet d'inves-

Tableau 2 :  
*Performances des actifs financiers français sur longue période*

(en %)	5 ans			10 ans			20 ans		
	moy.	min.	max.	moy.	min.	max.	moy.	min.	max.
Actions	14,1	- 5,1	40,4	13,1	1,7	26,7	11,1	5,5	16,2
Obligations	8,5	3,7	20,6	8,4	4,6	15,4	7,7	5,5	11,9
Monétaire	7,5	3,5	12,7	7,6	4,0	11,0	7,8	4,7	10,2
Prix	6,2	0,7	11,8	6,5	3,4	11,2	6,8	4,0	8,3

tir sur des marchés plus risqués et de diminuer à long terme le montant global de cette contribution.

244

Cependant, les modèles de gestion actif-passif ont parfois du mal à expliquer que les allocations d'actifs diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre. La proportion d'actions est de l'ordre de 80 % dans les portefeuilles des fonds de pension en Grande Bretagne, de 60 % aux Etats-Unis et elle est quasiment négligeable en France. Y aurait-il des comportements si différents d'une zone à l'autre (un comportement peu averse au risque et plutôt « inflationniste » en Grande Bretagne alors qu'il serait prudent et « déflationniste » sur le continent) ou est-ce au contraire le signe du manque d'efficacité des modèles à décrire convenablement la réalité ?

#### *Les performances sur longue période*

Quoi qu'il en soit, ces modèles de gestion actif-passif s'appuient le plus souvent sur une description relativement simple du comportement des marchés financiers, à savoir une rentabilité structurelle (la moyenne des performances historiques) et un niveau de risque (l'écart-type de ces performances historiques).

Ces réflexions sur la stratégie d'investissement nous apprennent alors

6. Notons pour mémoire que l'immobilier est aussi traditionnellement un actif typique de protection contre l'inflation. Moins à la mode (chute des prix obligés) et beaucoup plus difficile à appréhender statistiquement, il est peu cité dans ces études d'allocation stratégique.

invariablement que l'investissement en actions est supérieur à tous les autres sur longue période parce qu'il est le seul à protéger efficacement le capital des futurs retraités contre l'érosion inflationniste<sup>6</sup>. Chiffres à l'appui, et en dépit d'une conjoncture boursière française plutôt défavorable au cours des dernières années, il est d'ailleurs assez facile de s'en convaincre. A titre d'illustration, le tableau 2 indique les rentabilités nominales des grandes classes d'actifs français comparées au taux d'inflation pour des durées de détention glissantes de cinq, dix ou vingt ans, au cours de la période 1950-1993<sup>7</sup>.

Sur cette période, tous les actifs financiers présentent des rentabilités réelles positives, avec un surplus de rémunération de l'ordre de 3 % à 5 % pour les actions. Ce n'est pas le cas sur le cycle 1918-1993, qui comporte les périodes fortement inflationnistes des deux après-guerres. Seule la rentabilité réelle des actions y ressort positivement à 4,10 % alors que celle des obligations et du monétaire sont négatives (respectivement - 1,40 % et - 3,90 %) <sup>8</sup>.

Rien de plus normal à ce que l'actif le plus volatil soit aussi le plus rentable à long terme. En revanche, il est plus intéressant de remarquer que, si les actions sont plus performantes que les obligations et les liquidités, leur détention sur longue période s'avère en plus relativement peu risquée. Lorsque l'on conserve son investissement pendant vingt ans, la rentabilité minimale observée des actions est identique à celle des obligations (environ 5,50 %) alors que les rentabilités moyennes et maximales des actions sont évidemment nettement plus élevées. L'investissement en actions est donc supérieur à double titre :

- de par sa nature, il constitue une couverture « naturelle » contre le risque inflationniste ;
- en termes nominaux et sur vingt ans, son couple rentabilité/risque est largement préférable à celui des produits de taux.

#### *D'autres outils de prévision*

Cependant, ces moyennes historiques sur très longues périodes s'avèrent insuffisantes pour appréhender le comportement des marchés financiers et les relations économique-financières. Si le passé donne des indications indispensables, encore faut-il analyser ce passé de façon suffisamment fine pour y déceler les grandes phases de ce comportement. D'où la nécessité de construire des outils plus efficaces dont on peut retenir deux exemples :

- une première voie consiste à remplacer les moyennes historiques par de véritables prévisions. Le modèle développé par Indosuez est à ce

7. Les données utilisées dans le calcul proviennent de l'INSEE.

8. Source : Paribas.

titre intéressant puisqu'il consiste à combiner une rentabilité « structurelle », ou tendancielle et une rentabilité « conjoncturelle ». La rentabilité « structurelle » ne provient plus d'une moyenne historique mais de la construction de scénarios macro-économiques et correspond à un rythme de croisière d'évolution des actifs financiers. La rentabilité « conjoncturelle » est liée quant à elle à la convergence des prix des actifs financiers de leur niveau actuel vers le sentier d'équilibre de long terme ;

— d'autres méthodes consistent à identifier les différents scénarios possibles des variables économiques et financières. A titre d'illustration, le schéma ci-après présente les principaux résultats d'une typologie des scénarios économiques et financiers sur la période 1960-1993, réalisée à l'aide d'une analyse en composantes principales.

Il en ressort une décomposition en quatre sous-périodes qui se distinguent selon deux variables discriminantes :

— un axe « inflation » caractérisé par les variables « hausse des prix » et « hausse des salaires » ;

— et un axe « cycle économique » qui oppose schématiquement les périodes avec de forts gains de pouvoir d'achat et des taux d'intérêt réels faibles aux périodes plutôt restrictives.

L'intérêt de ce type d'étude est double. Tout d'abord, il permet de relativiser la notion de moyenne sur longue période et de modéliser par conséquent de façon plus fine le comportement passé des variables économiques et financières ; ensuite, il peut s'avérer très utile pour améliorer les décisions d'allocation d'actifs. Par exemple en traduisant nos anticipations à moyen terme par une probabilisation des scénarios, en permettant d'optimiser l'allocation d'actifs sous la contrainte d'un comportement satisfaisant dans chacun des scénarios envisagé ou encore en simulant un enchaînement de périodes défavorables.

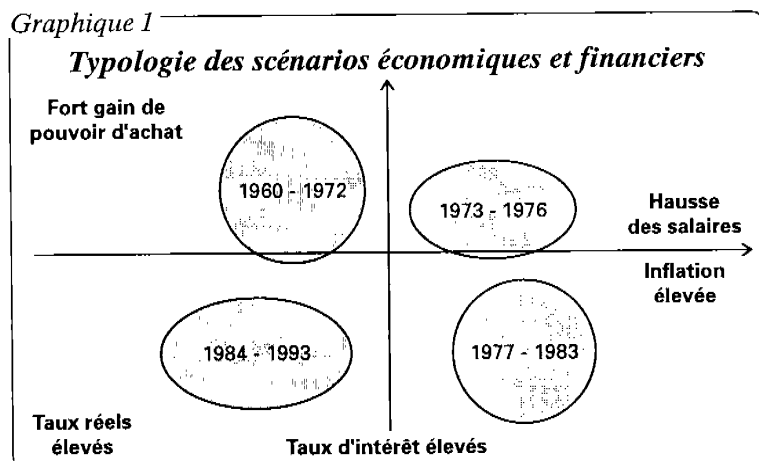
#### *Diversification et horizon de gestion*

Enfin, le rôle du gestionnaire dans la définition de la stratégie de gestion ne se réduit pas à la gestion actif-passif. Si nous avons évoqué abondamment jusqu'à présent la question de la proportion optimale en actions, la répartition géographique est une décision d'une importance tout aussi capitale, tant en raison des écarts de rentabilités significatifs entre les différentes places financières que pour les gains en optimalité que procure une bonne diversification des risques.

Or, de la même façon que les comportements sont forts différents d'un pays à l'autre en termes de répartition entre actions et produits de taux, l'analyse de la structure géographique des actifs des fonds de

pension oppose à nouveau la gestion des fonds britanniques à ceux de l'Europe continentale. Que les gestionnaires américains restent fortement concentrés sur leurs marchés domestiques (3 % de diversification en actions internationales et 1 % seulement sur les marchés obligataires en 1991) <sup>9</sup> ne nous étonne guère et s'explique en partie par la taille de ces

Graphique 1



247

derniers. En revanche, il est assez remarquable que les britanniques n'hésitent pas à investir à l'étranger le tiers de leur portefeuille d'actions et la moitié de leur portefeuille obligataire alors que les allemands ne s'intéressent que marginalement aux actifs étrangers.

Quel est le bon niveau de diversification internationale d'un portefeuille de fonds de retraite ? Quelle est la conséquence de l'allongement de la durée des fonds sur le niveau optimal de diversification ? Tout étant égal par ailleurs, un fonds de pension, dont l'horizon de gestion est de plusieurs décennies, doit-il être plus ou moins diversifié qu'une Sicav détenue en moyenne pendant trois, cinq ou huit ans ?

On sait que l'effet vertueux de la diversification internationale réside dans la diminution du niveau de risque à espérance de rentabilité inchangée. On sait aussi que cet effet est d'autant plus efficace que les actifs étrangers sont décorrélés avec l'actif domestique. Or, à long terme, bien que les disparités économiques conjoncturelles s'estompent, les performances des marchés financiers sont de moins en moins corrélées entre elles. Le coefficient de corrélation entre la performance du marché des actions françaises et celle des actions américaines (traduite en francs français) passe par exemple de 0,42 sur un an à 0,19 sur trois ans pour devenir non significatif sur une durée de cinq ans <sup>10</sup>.

Pour mesurer ce que cela implique en termes de gain procuré par la

diversification, il suffit de se livrer à un exercice très simple. Pour chacune des trois durées considérées (un, trois et cinq ans), nous avons calculé l'écart-type du portefeuille le « mieux » diversifié sur les marchés d'actions du G5 et celui d'un portefeuille d'actions domestiques. Les résultats de cette comparaison figurent dans le tableau ci-après <sup>11</sup>.

Tableau 3 :  
*Diversification et horizon de placement*

	$\sigma$ France	$\sigma$ Portefeuille	Ecart	Ecart en %
1 an	27,75 %	21,00 %	6,75 %	24 %
3 ans	6,06 %	4,24 %	1,82 %	30 %
5 ans	5,50 %	3,16 %	2,34 %	43 %

On observe ainsi que, plus l'horizon s'allonge, plus l'effet relatif de la diversification est important : un quart de risque en moins à un an, près d'un tiers de réduction à trois ans et plus de 40 % à cinq ans.

La diversification géographique est donc, plus encore que pour la gestion traditionnelle, un atout essentiel de la gestion des fonds à très long terme. Cependant, dans le domaine des fonds de retraite, ce qui paraît être une évidence sera difficile à faire accepter. Le législateur, même s'il se refuse à encadrer strictement l'allocation d'actifs des fonds de pension, ne cache pas son objectif de réorienter l'épargne des ménages vers le financement à long terme des entreprises françaises et verrait d'un mauvais oeil partir vers des destinations lointaines les sommes si utiles au financement de son déficit. Quant aux partenaires sociaux, ils sont généralement peu enclins à accepter une diversification internationale. Heureusement, l'augmentation de la part d'actifs étrangers (et donc d'actifs français) dans les fonds de nos partenaires, et surtout le processus irréversible d'intégration européenne, sont des facteurs favorables à cette évolution.

#### *De la gestion actif-passif à l'allocation d'actifs*

L'importance considérable accordée aux choix stratégiques est imputable en grande partie aux études statistiques réalisées dans les années

10. L'ensemble des calculs présentés ici font référence aux indices MSCI sur la période 1985-1996.

11. Afin que les résultats reflètent uniquement l'effet de réduction de risque dû à la diversification, la moyenne pondérée des écarts-types des actifs composant le portefeuille diversifié a été contrainte à être égale à l'écart-type de l'actif domestique, de telle sorte que si toutes les corrélations inter-marchés étaient égales à 1, c'est-à-dire sans effet diversification, ce portefeuille aurait le même niveau de risque que l'actif domestique.



quatre-vingts à partir des performances de fonds de pension américains. Celles-ci parvenaient à la conclusion, aujourd'hui largement admise, que les choix stratégiques expliquent environ 70 % de la performance d'un portefeuille pour seulement 20 % provenant des choix tactiques et 10 % de la sélection des valeurs. Les adeptes de la gestion quantitative se plaisent à remarquer que le temps passé par les gestionnaires est malheureusement inversement proportionnel à cette hiérarchie.

Notre intuition est de penser que l'allongement de l'horizon de placement a pour conséquence d'augmenter l'importance des choix tactiques, c'est-à-dire que, pour un fonds de retraite, la valeur ajoutée de la gestion provient essentiellement des décisions de timing. La tentative de modélisation décrite dans le paragraphe suivant tend à le démontrer.

Cependant, il faut tout d'abord revenir aux définitions que l'on donne respectivement aux phases stratégiques et tactiques. L'allocation stratégique est pour nous la structure de portefeuille préconisée par la gestion actif-passif. Notons qu'elle n'est pas discutable comme peut l'être une décision de gestion ; qu'elle ne constitue pas un choix de gestion dépendant d'anticipations des rentabilités futures mais la conclusion rationnelle d'une analyse scientifique des engagements du fonds de retraite. En ce sens, l'allocation stratégique n'est pas une des trois phases de la gestion financière mais un préalable à cette gestion. Dès lors, comparer l'impact de l'allocation stratégique avec l'impact des choix discrétionnaires d'allocation tactique et de choix des valeurs ne peut conduire qu'à des conclusions difficilement interprétables.

249

De la même façon, si l'allocation stratégique consiste à choisir entre 100 % de monétaire et 100 % d'actions et si le choix tactique consiste simplement à moduler cette allocation de plus ou moins 10 %, on conçoit aisément que la hiérarchie des décisions soit favorable au choix stratégique. Encore qu'à moyen terme, il arrive fréquemment que la différence de performance entre deux gérants d'actions soit plus grande que l'écart de performance entre le marché des actions et celui des obligations.

### *Une tentative de modélisation*

Il nous semble que le problème doit être posé de façon différente. Quelle est la valeur ajoutée spécifique de l'allocation tactique ? Par exemple, est-ce qu'une réallocation annuelle de la structure du portefeuille apporte une valeur ajoutée nettement supérieure à une allocation fixe sur cinq, dix ou vingt ans ? L'allongement de l'horizon d'investissement rend-il cet impact plus ou moins important ? De même, comment intervient l'horizon de prévision des rentabilités ?

Pour illustrer cette question, nous avons réalisé une simulation en

supposant que la gestion du fonds de retraite est confiée à deux personnes différentes : un « stratéliste » (le consultant du fonds de pension par exemple) et un gestionnaire de fonds qui réalise l'allocation tactique. Nous supposons que ces deux intervenants prennent leurs décisions indépendamment l'un de l'autre mais en suivant des règles identiques (voir encadré) :

— l'actif du fonds n'est composé que de deux actifs : les liquidités et les actions françaises ;

— le stratéliste détermine une allocation fixe pour toute la durée de gestion (N années), celle-ci étant composée au minimum de 40 % de chaque actif ; le tacticien modifie chaque année la structure du portefeuille, en respectant une déviation maximale de plus ou moins 10 % par rapport à l'allocation décidée par le stratéliste. De cette façon, chaque décideur dispose d'une marge de manoeuvre identique ;

— dans les deux cas, le pourcentage de sur-pondération d'un actif est (a) proportionnel à la prévision de l'excès de rentabilité sur la période par rapport à sa moyenne et (b) inversement proportionnel à l'écart-type de sa rentabilité sur l'horizon de décision. Autrement dit, les deux décideurs s'écartent de l'allocation « centrale » d'autant plus qu'ils prévoient une sur-performance d'un actif et d'autant moins que celui-ci est volatil.

250

Supposons à présent que les deux décideurs aient une connaissance parfaite de l'avenir à un horizon de n années (que nous appellerons la visibilité). L'allocateur « tactique » s'appuie sur cette prévision pour déterminer son allocation à horizon d'un an. Le « stratéliste » calcule quant à lui une prévision de rentabilité à horizon N en pondérant cette prévision conjoncturelle avec la moyenne de long terme (ou rentabilité structurelle) des actifs considérés. L'impact de la prévision conjoncturelle sur la rentabilité prévue à l'horizon N sera évidemment d'autant plus diluée que cet horizon sera lointain. De telle sorte que, sur une période de vingt ans, l'espérance de rentabilité des actifs sera essentiellement fonction des rentabilités structurelles<sup>12</sup>.

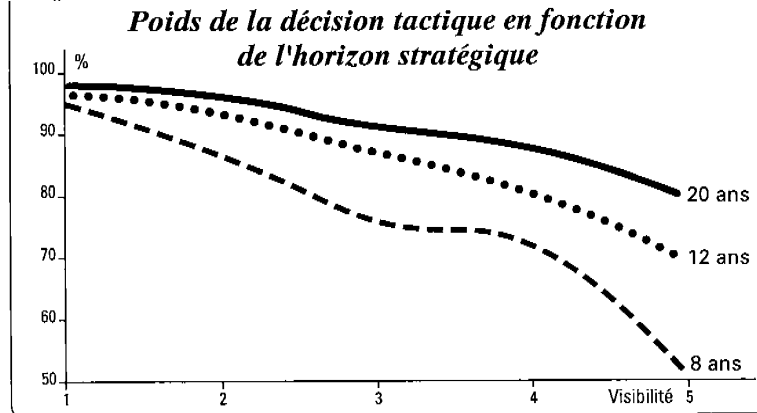
Le graphique<sup>13</sup> ci-après représente, pour des horizons de gestion de 8, 12 et 20 ans, le ratio de la sur-performance expliquée par la réallocation tactique annuelle sur la sur-performance totale<sup>14</sup>, ou encore la valeur ajoutée de la décision de réallocation annuelle.

12. Notons que si n est supérieur à un an et inférieur à l'horizon de gestion, aucun des deux intervenants ne dispose alors d'une prévision parfaite pour son horizon de décision.

13. La simulation a été réalisée à partir des données de performance annuelle des actifs monétaire et actions françaises sur la période 1950-1993.

14. La sur-performance totale s'entend par rapport à une allocation médiane 50% liquidités/50% actions ; la sur-performance « tactique » est calculée relativement à la performance de l'allocation stratégique.

Graphique 2



Ce qui nous intéresse ici n'est pas tant la valeur de ce ratio (celle-ci dépend trop des caractéristiques de la simulation) mais plutôt l'impact de la longueur de l'horizon de gestion et de l'horizon de prévision. Les principales conclusions sont les suivantes :

- plus l'horizon de la gestion est long, plus le choix tactique est important. En effet, lorsque l'horizon s'allonge, la prévision de rentabilité du « stratégeste » sur l'ensemble de la période se rapproche progressivement de la rentabilité structurelle des actifs. Seule la décision tactique est alors susceptible d'apporter une véritable valeur-ajoutée ;

- quel que soit l'horizon de la gestion, plus la visibilité est lointaine, plus la part de la performance expliquée par l'allocation tactique est faible : cela signifie que, pour tirer parti d'une réallocation annuelle, mieux vaut disposer d'une bonne visibilité à un an que d'une bonne prévision à cinq ans ;

- néanmoins, lorsque l'horizon de gestion est long, le poids de la décision tactique décroît moins rapidement avec la visibilité. Autrement dit, autant une prévision à cinq ans ne revêt qu'un faible intérêt pour les réallocations tactiques d'un fonds traditionnel, autant elle devient une source de renseignement tout à fait exploitable pour un fonds de retraite à horizon vingt ans.

Il ne s'agit là, ni plus ni moins, que de conclusions de bon sens qui viennent confirmer notre intuition initiale : plus l'horizon de gestion d'un fonds est long, plus il est utile de modifier l'allocation d'actifs à des horizons intermédiaires et plus les prévisions à moyen terme deviennent une source de renseignements intéressante pour le gestionnaire. Nous retiendrons surtout que, davantage que pour tout autre type de gestion, l'allocation tactique est un choix essentiel dans le cadre de la gestion d'un fonds de pension.

**Paramètre de la modélisation**

Les notations sont les suivantes :

$\alpha_s$  et  $\alpha_t$  sont respectivement les proportions investies en actions par le stratégeste et le tacticien ;

$n$  est l'horizon de prévision parfaite ou la visibilité ;

$N$  est l'horizon de gestion du fonds ;

$E(A)$  est la rentabilité moyenne de long terme et  $\alpha_k(A)$  l'écart-type de cette rentabilité pour des périodes glissantes de détention de  $k$  années ;

$E_s(A)$  et  $E_t(A)$  sont respectivement les prévisions de rentabilité du stratégeste et du tacticien pour des durées de  $N$  années et de 1 an ;

$R_n(A)$  est la prévision parfaite sur  $n$  années.

Les hypothèses de la simulation sont alors les relations suivantes :

$$0,40 < \alpha_s < 0,60 \quad \text{et} \quad \alpha_s - 0,10 < \alpha_t < \alpha_s + 0,10$$

$$E_s(A) = R_n(A) * n/N + E(A) * (N-n)/N \quad \text{et} \quad E_t(A) = R_n(A)$$

$$\alpha_s - 0,50 = \Phi[E_s(A) - E(A); 1/\alpha_1(A)] \quad \text{et} \quad \alpha_t - \alpha_s = \Phi[E_t(A) - E(A); 1/\alpha_N(A)]$$

*Prévisions économiques et financières à moyen terme*

252

Les conclusions précédentes réhabilitent les prévisions économiques et financières à moyen terme. L'allongement de la durée de gestion autorise à penser à plus long terme, à anticiper sur des horizons de plusieurs trimestres, voire de plusieurs années. On passe ainsi du domaine habituel du conjoncturiste ou de l'économiste de marché qui ne s'intéresse qu'à l'impact immédiat du chiffre de la balance commerciale américaine, à une réflexion sur la tendance à moyen terme des grands équilibres économiques et financiers.

Or, traditionnellement, cette tendance à moyen terme est totalement absente des choix d'allocation tactique d'actifs. La plupart des processus de TAA (tactical asset allocation) s'appuient en effet sur des prévisions conjoncturelles à très court terme, les modèles prévisionnels étant mensuels ou, au mieux, trimestriels.

Les tendances actuelles de la recherche illustrent cependant l'intérêt porté aux prévisions à moyen terme. Dans le cadre des modèles d'allocation tactique, la question qui se pose est celle de l'horizon idéal de prévision. Il est assez intuitif qu'entre l'hypermétropie à court terme, due à l'extrême volatilité des marchés, et la myopie bien compréhensible à long terme, il doit probablement exister un horizon pour lequel la visibilité est idéale. De fait, l'horizon privilégié des modèles économétriques a tendance à s'allonger. On abandonne de plus en plus la prévision mensuelle au profit d'une fréquence trimestrielle, en s'appuyant notamment sur des données de comptabilité nationale. Au-delà,

les tentatives de modélisations annuelles semblent donner des résultats encourageants.

### ***Portrait-robot du gestionnaire idéal***

Nous terminerons comme prévu ce tour d'horizon en essayant de tracer, à la lumière de ces réflexions, le portrait-robot du gestionnaire idéal d'un fonds de pension. En voici, selon nous, les principales caractéristiques :

— ce gestionnaire idéal doit bien sûr disposer de la solidité nécessaire pour gérer longtemps, c'est-à-dire la capacité d'être un partenaire de long terme pour le fonds de retraite ;

— il doit assurer, à toutes les étapes du processus, une totale transparence et un niveau optimal de sécurité : une transparence dans les méthodes de gestion et dans l'information sur ses résultats ; une sécurité quant à la pérennité de ces méthodes et des moyens de contrôle qui leur sont associés ;

— il est à la fois concentré sur son métier de gestion financière et capable d'intervenir sur les problèmes de gestion actif-passif. Il doit savoir interpréter les conclusions et les recommandations issues de la phase d'allocation stratégique et développer un appui de conseil auprès des fonds de retraite pour la compréhension des mécanismes des marchés financiers ;

— il apporte au fonds de retraite une compétence multiple dans le domaine de la gestion. C'est avant tout un généraliste, compétent aussi bien sur les marchés de taux que sur les marchés d'actions et capable d'une véritable gestion domestique et internationale ;

— enfin, c'est un spécialiste de l'allocation tactique d'actifs. Il est capable, à partir de scénarios économiques et financiers à moyen terme, d'apporter un surplus de performance significatif grâce à ses choix de portefeuille.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- A.F.P.E.N., rapports des commissions, 1996.
- Boulier J.F., Modèle simplifié d'allocation en actions des fonds de pension, Gestion Collective Internationale, juin 1996.
- Boulier J.F., Florens D. et Trussant E., Fonds de retraite : quelle stratégie d'investissement ?, CCF, revue Quants n° 12, décembre 1993.
- Direction de la Prévision, Le rendement réel des actions et obligations en France sur longue période (1857-1990), 1992.
- Gallais Hamonno G. et Arbulu P., La rentabilité réelle des actifs boursiers de 1950 à 1992, Economie et Statistiques n° 281.
- Gires J.P., Fonds de retraite : la place des actions dans une gestion optimisée, Centre d'information sur l'épargne et le crédit, bulletin mensuel mars-avril 1996.
- Hereil Olivier, Fonds d'épargne-retraite : les différentes offres de gestion financière, Centre d'information sur l'épargne et le crédit, bulletin mensuel novembre 1996.
- SFG, épargne-retraite : la confusion française, Les cahiers de Générations n°3, février 1996.
- Tazé-Bernard E. et de Laguiche S., Prévisions de rentabilité à long terme des actifs financiers et allocation d'actifs stratégique, Gestion Collective Internationale, juin 1996.
- Zaouati P., Quelle allocation d'actifs pour les fonds de pension, CDC Gestion, revue Marchés Financiers Réflexions, mars 1995.
- Zaouati P., La Gestion Quantitative, ECONOMICA, 1995.