

Sécuriser l'épargne par une réduction graduelle des placements risqués, une bonne stratégie ?

Les épargnants se voient proposer, pour leur retraite, de verser une partie de leur épargne sur des supports risqués puis de diminuer cette part au fil du temps ; le but minimiser les risques de pertes financières au moment de la sortie des fonds. Répandue, cette recommandation est-elle pour autant judicieuse ?

Les conseillers en investissement invitent leurs clients à placer une partie de leur épargne longue sur les marchés financiers. Une préconisation très répandue consiste à réduire progressivement avec le temps la partie investie en actifs risqués pour sécuriser le rendement à l'approche de l'échéance de la retraite. Bien que cette recommandation fasse consensus au sein de l'industrie financière, les économistes sont plus partagés sur la question. Ils se fondent sur des modèles complexes de choix rationnels. Notre étude propose un test simple de validité de cette stratégie et montre que les gains tirés en termes de réduction des risques sont soit inexistantes soit quantitativement marginaux.

Une tendance générale

Les réformes des régimes publics de retraite ainsi que les incitations fiscales accordées aux produits d'épargne retraite conduisent une proportion croissante de ménages à épargner personnellement pour leur retraite. Placer une partie de cette épargne sur les marchés financiers leur fait profiter de la prime des rendements des actifs risqués. La réduction progressive de cette part est encouragée par les institutions financières, comme les banques ou les compagnies d'assurance, avec l'objectif commercial de rassurer des épargnants inquiets des soubresauts des marchés financiers. Les pouvoirs publics l'ont également inscrit comme principe de base lors de la création en 2006 du Produit d'épargne retraite populaire (PERP). Même chez les économistes, ce scénario est souvent accepté. Pourtant, le modèle standard de choix de portefeuille dynamique justifie une part constante d'actifs risqués, indépendamment de l'âge de l'épargnant ou de la distance temporelle jusqu'à la liquidation du capital. Les hypothèses de ce modèle étant cependant assez restrictives (indépendance temporelle des rendements risqués, non prise en compte d'une offre de travail flexible, etc.), leur levée conduit généralement à recommander une part d'actifs risqués qui décroît avec l'horizon du placement.

La théorie à l'épreuve des faits

Une validation plus simple de cette stratégie consiste à tester la règle de désinvestissement sur un grand nombre de périodes d'investissement et de pays, en utilisant des données réelles tirées de vrais historiques de rendement. On compare les risques à l'échéance obtenus à ceux d'un modèle sans

désinvestissement.

Nous utilisons les données de rendements réels annuels historiques d'indices d'actions cotés dans cinq pays : l'Allemagne, le Danemark, les États-Unis, la France et la Suède. Par exemple, nous retenons pour la France le CAC 40 ou son équivalent historique. La part non placée en actions est allouée sur des supports sans risque, des obligations du gouvernement du pays.

Nous appliquons ensuite à une somme d'épargne fictive la stratégie des banques : un placement avec désinvestissement progressif, en utilisant nos données réelles pour les actifs risqués. Pour indiquer à quel rythme la part risquée décroît, nous retenons le barème moyen de désinvestissement constaté parmi un grand nombre de contrats d'épargne ou fonds à horizon commercialisés en France ou aux États-Unis. Notre modèle retient ainsi la recommandation moyenne des institutions financières.

Création d'un modèle sans désinvestissement

Il ne reste plus qu'à comparer ce risque à l'échéance avec désinvestissement à celui qui serait obtenu sans désinvestissement. Nous établissons donc une règle comparable en termes d'exposition moyenne au risque des actions, mais sans décroissance avec le temps. La part investie en actifs risqués, constante sur toute la durée du placement, est définie comme égale à la moyenne arithmétique de la part investie en actifs risqués dans la politique de sécurisation. Par exemple, si la part dans le profil décroissant est de 20 % en première période et 10 % en seconde période, nous retenons une part constante égale à 15 % sur les deux périodes. Nous comparons l'intérêt de ces deux stratégies en termes de risque à échéance sur des horizons variant de 5 à 30 ans.

Il y a risque et risque, ne pas les confondre

Un argument en faveur du profil décroissant est que sa mise en place permettrait de réduire le risque à échéance pour l'épargnant. C'est pourquoi investir une part élevée de son épargne sur les marchés financiers doit se faire au début, quand la date de liquidation est éloignée. L'épargnant doit ensuite se désengager au fur et à mesure que le risque s'accroît ou, ce qui est présenté comme équivalent, que l'horizon se réduit. En réalité, ce raisonnement confond le risque sur le rendement *annualisé moyen*, lequel décroît bien quand le temps d'épargne restant diminue, du risque sur le rendement *cumulé* qui croît alors, au contraire. Or c'est le rendement cumulé qui intéresse un investisseur liquidant son épargne à terme. C'est donc ce risque que nous comparons entre les deux stratégies. Il équivaut dans notre étude au risque à l'échéance.

Une stratégie peu ou pas confirmée

Nos diverses simulations démontrent qu'une stratégie d'investissement à profil constant est quantitativement équivalente en termes de risque à celle de sécurisation progressive de l'épargne, à une exception près. Cela est valable quel que soit la définition du risque de rendement retenue (écart-type, dissymétrie, probabilité de perte, etc.), le choix du pays dans lequel l'épargnant investit et les

divers horizons possibles de placement. La politique de désinvestissement progressif apporte toutefois un bénéfice – quantitativement limité – dans le cas où l’investisseur épargne progressivement sur son compte d’épargne plutôt que place une somme unique au début de la souscription. Même dans ce cas favorable, les résultats sont très éloignés des promesses de gestion du risque à échéance faites par les conseillers financiers.

Alexis Direr, Université d’Orléans, Laboratoire d’économie d’Orléans

et

Éric Yayi (Chercheur associé), Université d’Orléans, Laboratoire d’économie d’Orléans

*D’après « [La stratégie de désinvestissement graduel des marchés financiers sécurise-t-elle réellement l’épargne ?](#) », *Revue économique*, vol. 69, n° 3, mai 2018, p. 505 à 531.*