

Mythes et réalités à propos des risques dans le portefeuille des ménages

Daniele Fano, Chef de la Recherche Économique
Pioneer Global Asset Management

La crise des systèmes traditionnels de retraite relance le rôle de l'épargne individuelle à long terme

Introduction

- Il est naturel que les choix financiers des individus suscitent un nouveau débat
- Luc Arondel et André Masson parleront des défis que le futur soulève pour l'épargnant du cycle de vie
- Comme Recherche Économique chez Pioneer Investments nous avons, de notre côté, lancé des enquêtes et des analyses
- Je voudrais me référer, en synthèse, à nos recherches ainsi qu'à un certain nombre de contributions récentes

Agenda

Trois mythes

A la recherche de nouveaux paradigmes

Les défis pour la gestion et le conseil

Quelques paradoxes actuels en matière de risques de portefeuille

- Les employés Enron, bien avant le scandale, considéraient avoir bien diversifié leurs actifs, avec 50% d'actions Enron et 50% de fonds communs. Il ne s'agit pas d'un cas isolé.
- Un nombre significatif de détenteurs de patrimoine importants ne possède que des obligations et de l'immobilier.
- Beaucoup de personnes âgées conservent une exposition importante aux actions, malgré le conseil d'une diminution du risque.

Trois mythes

- La rationalité totale des choix dans le domaine financier
- Les taux d'épargne, fonction essentiellement du cycle de vie
- La diminution de la propension au risque avec l'âge

La rationalité totale des choix dans le domaine financier ?

Avant et après la bulle

- Les supermarchés financiers qui se développent vers la fin des années 90 reflètent l'image d'un investisseur capable d'optimiser ses choix sur la base de l'accès au plus grand nombre possible d'alternatives d'épargne.
- En fait, les choix de portefeuille au niveau individuel sont loin de suivre des parcours cohérents.
 - La familiarité avec certains marchés peut impliquer des distorsions (« *home equity bias* »)
 - Comme le montrent les économistes comportementaux, nous tendons à court-circuiter, ce qui porte à des décisions imparfaites, voire extrêmes, et à des prises de risque non optimales.
 - Plus les décisions sont complexes plus nous reposons sur l'intuition
- Des approches plus sélectives, la recherche de rendements absolus ne sont que des premières réponses

Le puzzle de la participation limitée aux marchés actions

- Un agent maximisant son utilité participera aux marchés risqués, dans une mesure plus ou moins importante. Par conséquent, tous les investisseurs devraient détenir, de façon directe ou indirecte, des actions.(Arrow, 1974)
- En fait, bien que les taux de participation aux marchés risqués aient augmenté dans le courant des années '90, ceux-ci restent, sauf pour les USA, largement au-dessous de 50% (Guiso, Jappelli, Haliassos, OEE, 2003)
- Même parmi les détenteurs de patrimoines importants la proportion de non-participants est significative (Enquête Pioneer/UniCredit/Banque d'Italie, 2005)

comment expliquer cette diversification médiocre ?

- Coûts de transaction? La taille des portefeuilles n'explique pas tout (Haliassos, 2004)
- Faible culture financière? La culture est très limitée (même aux USA, Lusardi, Mitchell 2005); la culture semble favoriser la propension au risque (Haliassos, 2004) mais même parmi les plus informés certains ne diversifient pas, surtout les « *do it yourself* » (Jappelli Guiso 2005)
- Dans certaines circonstances, le conseil peut faire la différence (Palumbo, 2005)

L'épargne, fonction essentiellement du cycle de vie?

Les paradoxes du modèle du cycle de vie

- Des retraités qui épargnent
- L'écart entre le désir d'épargner à long-terme et les comportements chez les jeunes: fonctions d'escompte "hyperboliques" (Laibson, 1996)
- Les questions posées par l'augmentation de la longévité

La diminution de la propension au risque avec l'âge

Les actions chez les populations plus âgées

- Les jeunes devraient pouvoir prendre plus de risques (Gollier, 2003), mais pas de clair “effet d'âge” sur la part d'actifs risqués dans le portefeuille (Haliassos, 2004),
- On remarque une baisse du taux de participation aux marchés risqués seulement chez les plus de 70 ans. Cependant, parmi ceux qui continuent à participer, pas de variation significative dans le niveau de participation
- En fait les investisseurs semblent caractérisés par une forte inertie par rapport à la variation des allocations de portefeuille (Ameriks, Zeldes, 2001)

Agenda

Trois mythes

A la recherche de nouveaux paradigmes

Les défis pour la gestion et le conseil

Les imperfections dans les décisions financières

Quelles réponses?

Comment favoriser des solutions rationnelles quand celles-ci ne sont pas le produit naturel des comportements?

Beaucoup de questions ouvertes.

- Dans certains cas, des réponses simples: par exemple limiter les risques par une meilleure qualité de la diversification
- Dans d'autres cas, la nécessité d'une approche spécifique et d'un supplément d'analyse: par exemple des investisseurs âgés, aisés et avec un portefeuille sensible aux taux d'intérêt, devraient diversifier en actions

Un exemple de réponse simple: les solutions- *par défaut*

- Les solutions par défaut se proposent de retourner les biais comportementaux en direction de solutions efficaces et proches de l'optimalité
- Il s'agit donc de substituer aux choix imitatifs, subjectifs et biaisés, des choix recommandés, correspondant aux intérêts à long terme des investisseurs
 - Les *solutions par défaut* peuvent adresser le problème des fonctions d'escompte hyperboliques lorsqu'elles créent des automatismes dans l'accès à certains instruments (J.J: Choi et al., 2004)
 - Elles peuvent également concerner le choix des lignes d'investissement
 - En aucun cas une solution par défaut doit être obligatoire

Agenda

Trois mythes

A la recherche de nouveaux paradigmes

Les défis pour la gestion et le conseil

L' impact du déclin des systèmes publics de retraite et

Épargne individuelle à long terme

Transfert du risque vers les ménages

Avantages :

- Accès à une vaste gamme de produits
- Flexibilité
- Personnalisation en phase d'accumulation aussi bien que de décumul

Problèmes:

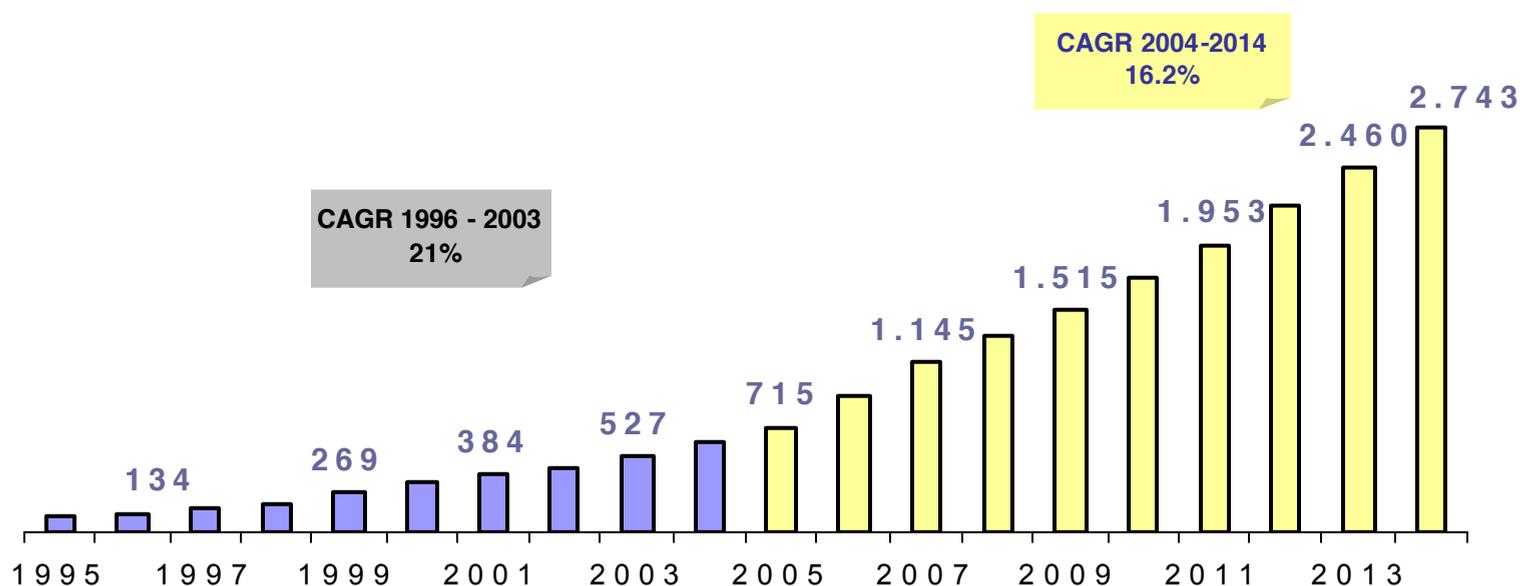
- Choix biaisés?
- Marchés volatiles
- Inflation
- Longévité

Difficultés:

- Évaluer la congruité des actifs par rapport aux objectifs
- Mesurer la qualité de la gestion et de la diversification
- Adapter la structure des portefeuilles dans le temps

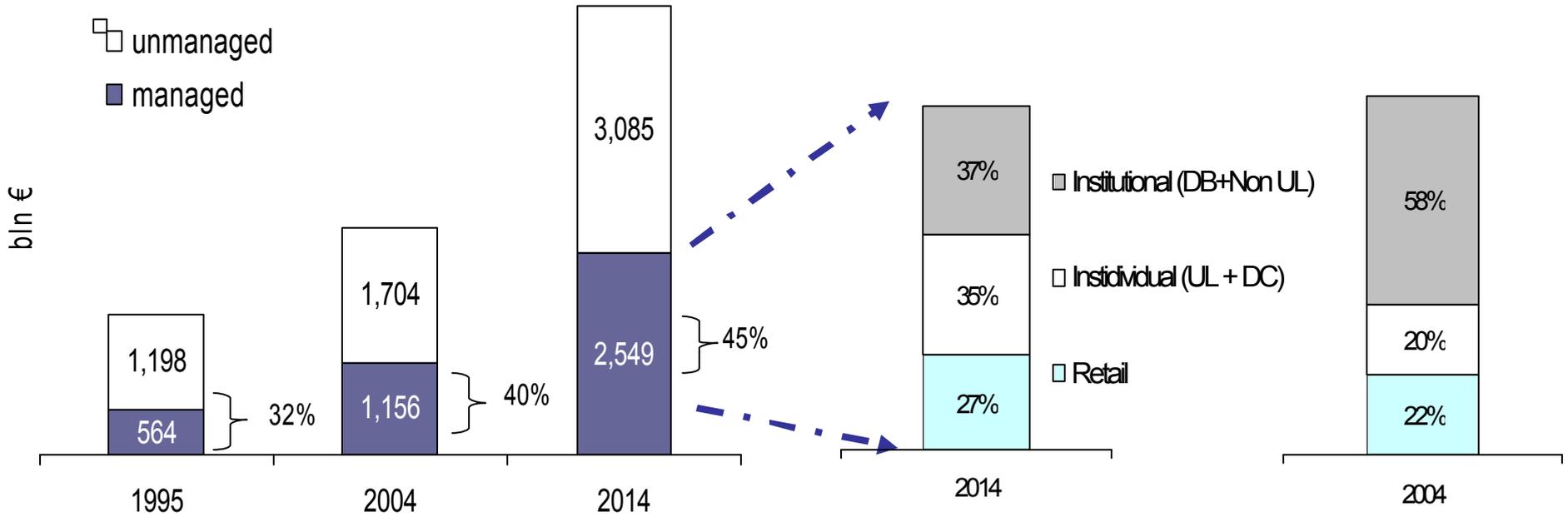
la croissance exponentielle du segment “instividuel”

SEGMENT “INSTIVIDUEL”: FONDS PENSION A CONTRIBUTIONS DEFINIES ET ASSURANCES-VIE NON TRADITIONNELLES EN ALLEMAGNE, ESPAGNE, FRANCE, ITALIE



Dans le cas de la France, nous prévoyons une croissance annuelle de l' "instividuel" de plus de 15%" entre 2005 et 2014

Ventilation des actifs gérés



Source: Pgam research unit estimation

Face à cette montée, des solutions qui favorisent la rationalité des choix sont nécessaires

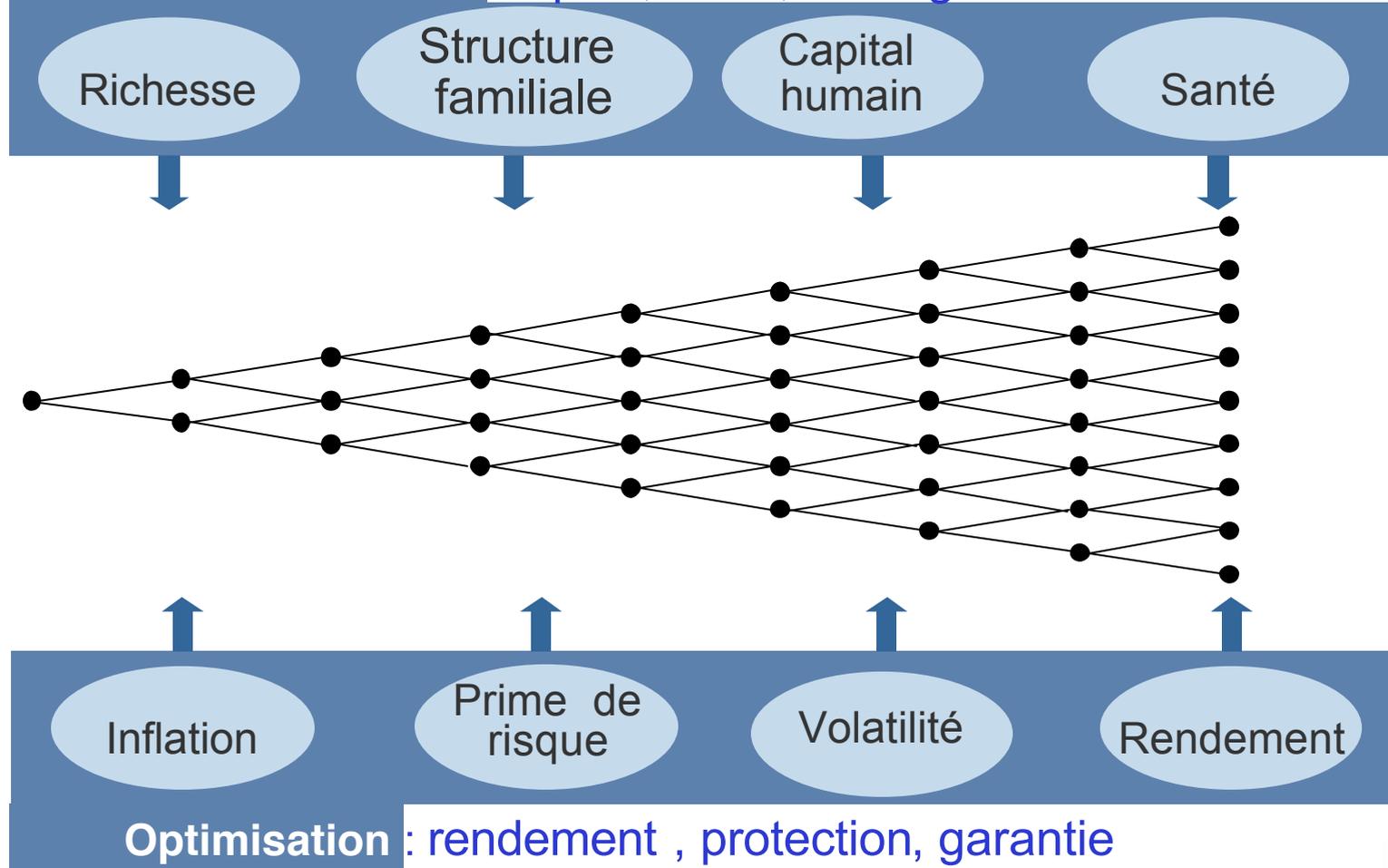
- Les imperfections du marché donnent un rôle non seulement à la réglementation mais aussi à la gestion et au conseil
- Les moteurs de gestion doivent prendre en considération la diversité de la demande
- Le conseil peut favoriser des choix équilibrés non seulement à brève échéance mais aussi à plus long terme.
- Les *solutions par défaut* peuvent rendre ces processus à la fois plus simples et plus efficaces

La gestion de moteurs complexes qui parlent un langage simple

- Une diversification optimale
- L'ALM
- La protection dynamique du risque

Un exemple de solution ALM pour le conseil et la gestion

Utilité de l'investisseur: capital, rente, héritage



Références

- Ameriks J., S. Zeldes (2001), *How do household portfolio shares vary with ages?*, mimeo Columbia Graduate School of Business
- Arrow K. (1974), *Essays in the Theory of Risk Bearing*, North Holland
- Choi J.J., D.Laibson, B.C. Madrian, A. Metrick (2004), *Optimal Defaults and Active Decisions*
- Laibson D. (1996), *Hyperbolic discount functions, Undersaving and Savings Policy*, NBER
- Gollier C. (2001), *The Economics of Risk-Bearing*, MIT press
- Guiso L., T.Jappelli, M. Haliassos (editors), *Stockholdings in Europe*, OEE, Paris, 2003
- Haliassos M. (2004), *Household demographics and the composition of savings, in Capital markets in the long term*, Centre for Financial Studies, Frankfurt
- Lusardi A., O. Mitchell (2005), *Financial literacy and planning*, Cerp, Turin
- Marzorati L. (2005), *Saving ability and the needs for saving: evidence from UniCredit customers' behaviour*, Pioneer Investments
- Palumbo G., S. Medori (2005), *Are UniCredit clients' portfolios efficient?*, Pioneer Investments
- Conference proceedings Brookings Institution (June 2004), *Improving 401(k) Asset Choices: Avoiding the next Enron*