

Quelques questions à se poser ?

La présente synthèse a été inspirée par la table ronde de l'*Observatoire EPS* de l'Épargne d'Entreprise qui s'est tenue le 27 septembre 2016. Nous remercions tout particulièrement pour leurs contributions essentielles :

- **René Thomas**, Directeur avantages sociaux - **CARREFOUR**
- **José Castro**, Directeur du développement Corporate - **NATIXIS**
- **François Holleaux**, Stratégiste Solutions gestion multi-classes d'actifs – **AXA IM**
- **Benoit Scellier**, Institutional Marketing Director France – **FIDELITY International**
- **Olivier Tulasne**, Gérant Épargne Salariale – **NATIXIS AM**
- ainsi que l'équipe de recherche d'HSBC GAM

EN RESUME...

- Les salariés seront amenés à constituer et faire fructifier une épargne retraite destinée à compléter les prestations des régimes obligatoires qui baisseront tendanciellement. Identifier les solutions de gestion financière les plus pertinentes est crucial. **L'épargne retraite étant par définition longue, c'est là que l'impact de la capitalisation des rendements est le plus puissant.** Un capital placé à 2% pendant 25 ans affiche une performance cumulée de 64% contre 166% pour un même capital placé à 4%.

La loi Macron de 2015 a renforcé les solutions de gestion pilotée en encourageant leur usage par défaut. Ces solutions de gestion simples et efficaces sont généralement proposées selon deux modes :

- **la gestion par grilles (programmées)** : en fonction de l'horizon de gestion du salarié jusqu'à la retraite, l'épargne est placée automatiquement et selon une allocation prédéfinie en actions, obligations ou monétaire. C'est le teneur de compte qui organise ce type de gestion.
- **La gestion à horizon (ou fonds générationnels)** : le salarié investi dans un seul fonds parmi une gamme proposée qui correspond à son horizon de départ en retraite. C'est la société de gestion de portefeuille qui organise ce type de gestion.
- Chaque solution a ses avantages et inconvénients (détaillés par la suite) et les comparaisons sont relativement complexes. Ce qui est sûr, c'est qu'on aurait tort de voir dans la gestion à horizon un produit dédié aux seules petites et moyennes entreprises. Leur simplicité apparente repose sur des solutions technologiques et de très grandes entreprises, notamment du secteur financier, les proposent à leurs propres salariés.
- Quel que soit le choix, fonds à horizon ou par grilles programmées, **la régularité des versements du salarié contribuera à fiabiliser la performance de cette épargne au long cours.**
- Enfin, à mesure que les salariés deviendront retraités et qu'on observera que cette épargne retraite subsiste, il conviendra sans doute de **revoir la stratégie d'investissement à adopter à la fois dans la phase « d'atterrissage » et dans la période post-retraite.** Les mécanismes de désensibilisation en monétaire étant vraisemblablement inadaptés à la pratique et aux conditions de marché exceptionnelles que les épargnants « subissent » à présent.
- **La gestion pilotée constitue une solution idéale, simple et efficace, pour tous les salariés qui ne veulent pas s'occuper de leur épargne retraite. Attention** toutefois si un projet de sortie anticipé surgit : un salarié de 30 ans, qui envisage d'utiliser son PERCO pour acheter sa résidence principale, risque fort d'être investi à 100% en actions si elle a choisi la gestion pilotée.... **Vigilance donc, car il faut savoir revoir son horizon de gestion en fonction des changements de circonstances.**
- **Les fonds avec garantie** (généralement sur le capital accumulé) sont progressivement fermés par les sociétés de gestion qui les commercialisaient. Les conditions de taux d'intérêt exceptionnellement bas ont rendu ces solutions **intenable pour les sociétés de gestion** et les ont **dénué d'intérêt pour les épargnants à long-terme.**

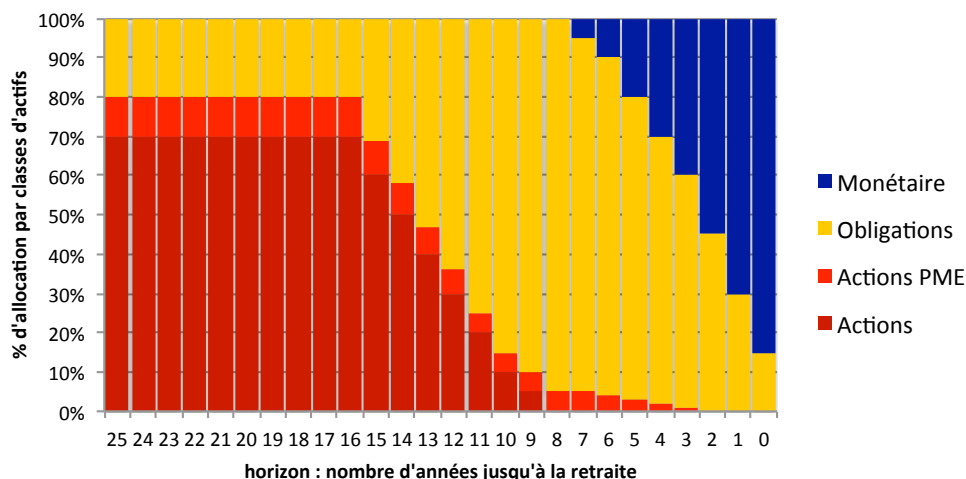
Quelques questions à se poser ?

GESTION PAR GRILLES OU FONDS A HORIZON

Quelques définitions...

- La **gestion pilotée** consiste à **déléguer à un pilote**, en l'occurrence un gérant d'actif ou un teneur de compte, l'intégralité de la gestion de ses avoirs en vue d'optimiser ses placements **en fonction de l'horizon que constitue la retraite**.
- Quel que soit le type de gestion pilotée retenu (par grilles programmées ou par horizon), **le principe général est celui de la désensibilisation**, c'est-à-dire le fait d'avoir une exposition en actifs dynamiques, par exemple en actions ou obligations à haut rendement, d'autant plus élevée que l'horizon est long (les actifs risqués étant théoriquement plus rémunérateurs), et **une diminution progressive de la part des avoirs investis en actifs dynamiques au profit d'actifs plus défensifs** tels que les obligations gouvernementales et d'entreprise de bonne qualité ou encore le fonds en euro, à mesure qu'on s'approche de la retraite.

Exemple de grille de désensibilisation



- On distingue **deux principaux types de gestion à horizon retraite** : la **gestion programmée sur la base de grille** et les **fonds générationnels**.
- La **gestion programmée par grille** consiste à répartir l'épargne du salarié dans différents supports, tels que par exemple des fonds actions et des fonds obligataires, et de faire varier cette allocation dans le temps en fonction du profil de l'épargnant et de son horizon d'investissement.
- La **gestion pilotée par horizon** consiste pour l'épargnant à être investi dans un seul et même fonds générationnel correspondant à son horizon de départ à la retraite, et c'est l'allocation au sein du fonds qui va évoluer dans le temps selon le principe de désensibilisation.

Avantages et inconvénients respectifs...

- Si la gestion pilotée par fonds générationnel présente l'avantage de la simplicité en permettant à l'épargnant d'être investi dans un seul et même support, **la gestion programmée par grille peut permettre de retenir les mêmes fonds que ceux proposés en gestion libre dans les plans d'épargne**. Il peut s'agir de fonds dédiés, pour les grandes entreprises ou de fonds Multi-Entreprises. L'entreprise pourra ainsi sélectionner un fonds particulier pour une classe d'actif donnée, ou encore une approche d'investissement spécifique comme l'investissement socialement responsable. L'intérêt est aussi la simplicité car les fonds supports de la gestion pilotée du PERCO peuvent être les mêmes que ceux du PEE, ce qui permet de ne pas démultiplier l'offre de fonds.

Quelques questions à se poser ?

- En revanche, les fonds générationnels peuvent investir dans un très grand nombre de classes d'actifs et offrir ainsi les bénéfices d'une grande diversification. Ils donnent également une liberté de pilotage tactique au gérant. En revanche, le nombre de fonds du dispositif est par nature important du fait des différents horizons proposés et les encours par fonds sont par conséquent limités d'où des solutions généralement accessibles sous forme de fonds multi-entreprises et non de fonds dédiés. La mesure de performance de ses fonds, dont l'allocation d'actif évolue avec le temps, est, en revanche plus complexe.

Les solutions de gestion ont-elles évolué dans le temps ?

- La gestion programmée par grille est majoritaire dans les entreprises bien que l'on constate une progression des fonds générationnels depuis une dizaine d'années. La gestion par grille comme la gestion à horizon reposent sur des modèles de désensibilisation qui datent d'une bonne quinzaine d'années. Les perspectives de croissance, les niveaux de taux d'intérêt et l'intensité des risques ont sensiblement évolués, ces modèles doivent donc être revus.
- A l'étranger, notamment aux Etats-Unis, les fonds générationnels sont largement répandus depuis une vingtaine d'années. L'offre n'y est pas très différente mais elle peut être un peu plus sophistiquée en termes de classes d'actifs. En outre, les fonds à horizon vont avoir des échéances plus lointaines, et le point bas de la désensibilisation au risque sera postérieur à la date du départ en retraite (environ 17 ans plus tard) afin de maximiser la performance à long terme. Le salarié américain se focalise davantage sur l'insuffisance de capitaux faute de performance suffisante, que sur le risque de perte en capital faute d'une allocation très sécurisée. A noter, l'épargne retraite (individuelle ou d'entreprise) constitue, au Etats Unis la majeure partie de la retraite perçue, ce qui n'est pas (encore ?) le cas en France, avec les régimes de base obligatoires.
- La composition des fonds a bien sûr évolué au fil du temps par l'apport de nouvelles classes d'actifs alternatives dé-corrélées des actifs traditionnels comme la dette émergente, l'immobilier, le high Yield... Plus structurellement, alors que le rôle du gérant consistait dans le passé à réaliser une gestion active sur la base d'une allocation prédéterminée (c'est-à-dire essentiellement un travail de « stock picking » ou de « bond picking »), les gérants intègrent souvent une gestion tactique de l'allocation d'actifs sur une période court-moyen terme de 1 à 5 ans afin d'optimiser la performance ajustée du risque au contexte de marché. Cela consiste dans la gestion quotidienne du fonds à identifier parmi les principales classes d'actifs, celles qui seraient sur ou sous-évaluées par le marché au regard des prévisions de performance, de risque et de corrélation. Ces approches ont pour objet de maintenir l'objectif de performance et de risque du fonds en dépit d'un environnement de marché mouvant, amené à évoluer souvent plus rapidement qu'anticipé.
- On assiste également à une mise en cohérence des solutions de gestion qu'elles soient proposées entre gestion pilotée du Perco et de l'Art.83. On retrouvera logiquement : les mêmes classes d'actifs, les mêmes grilles / rythmes de désensibilisation, voire les mêmes supports d'investissement (SICAV). Une différence demeure toutefois sur la phase d'atterrissage/de sécurisation des grilles de gestion pilotée Perco et Art.83. Dans le premier cas le support retenu est souvent un fonds Monétaire alors que dans le second il s'agit du fonds en euro de l'assureur dont les rendements sont à aujourd'hui nettement supérieurs. Enfin, l'article 83 ne prévoit qu'une sortie en rente viagère tandis que le capital peut être restitué dans le cas du PERCO d'où des « atterrissages » différents.

Quels critères retenir pour sélectionner des fonds à horizon ?

- Les fonds à horizon requièrent de fortes capacités d'ingénierie financière, notamment en ce qui concerne l'optimisation de l'allocation d'actifs et du processus de désensibilisation.
- Afin de comparer valablement les solutions proposées, Il convient de s'interroger sur :
 - l'univers d'investissement, le degré de diversification des fonds
 - l'approche en termes de gestion : active, ou bien passive
 - la structure de la gamme – Combien de fonds comporte-t-elle ? Plus le nombre de fonds est élevé, plus les fonds seront adaptés au profil/à l'horizon de chaque investisseur
 - le profil de désensibilisation proposé, la proportion d'actifs dynamiques dans le fonds le plus risqué, la vitesse à laquelle s'effectue la désensibilisation

Quelques questions à se poser ?

- Le fonds Long Terme d'une gamme à horizon permet d'appréhender les premiers points, c'est-à-dire l'univers d'investissement et la philosophie de gestion, en revanche une bonne compréhension des autres aspects doit passer par un examen plus approfondi de la gamme dans son ensemble.

OPTIMISER LA GESTION FINANCIERE DE L'ÉPARGNE RETRAITE

Quelles sont les possibilités d'investissement ?

- Les possibilités d'investissement sont larges mais un certain nombre de restrictions demeurent.
- L'immobilier par exemple. En épargne salariale, contrairement à l'assurance vie, la réglementation ne permet pas de proposer directement aux salariés des OPCV. Depuis la « loi Macron » de 2015, les salariés peuvent toutefois avoir accès au marché immobilier à l'intérieur des FCPE dans la limite de 30%. Dans la pratique, les FCPE étant ouverts aux souscriptions et aux rachats, les investissements en OPCV restent marginaux (moins de 10% en général).
- Sur un horizon très long terme (supérieur à 10 ans), et en particulier dans le contexte actuel de taux très bas, la question se pose de pouvoir diversifier les investissements sur d'autres types d'actifs réels : infrastructures, capital investissement, dettes privées. La réglementation actuelle en épargne salariale limite les investissements non liquides à 10% de l'actif.

Les actifs « illiquides », une opportunité pour l'épargne retraite ?

- Pour répondre à cette question, il faut rappeler que dans l'environnement actuel les perspectives de rentabilité ajustée du risque des classes d'actifs traditionnelles paraissent relativement limitées.
- Dans ce contexte, le fait de bénéficier d'un horizon long terme peut être vu comme une chance pour l'épargnant car cela donne la possibilité de capter les primes d'illiquidité associées à certaines classes d'actifs, et ainsi de générer du rendement, de véritablement diversifier les portefeuilles mêmes si les classes d'actifs traditionnelles sont corrélées, et de réduire l'exposition naturelle des portefeuilles multi-actifs à la volatilité.
- L'inclusion de classes d'actifs moins liquides peut à cet égard optimiser l'allocation en vue par exemple de générer des rendements similaires aux actions mais avec moins de volatilité.
- Ainsi, des solutions à horizon long terme avec une allocation stratégique se fondant sur une allocation en actions thématiques, mais également en dette émergente, en obligations à haut rendement, en immobilier via un OPCV et en titres assurantiels, peuvent être envisagées.
- L'immobilier peut constituer une option intéressante dans une optique de long terme et offrir un rendement régulier sur le long terme via un portefeuille diversifié combinant actifs immobiliers physiques et foncières cotées.
- Les titres assurantiels aussi. Ainsi les 'catastrophe bonds' qui permettent aux compagnies d'assurance de faire supporter par des tiers une partie des risques liés à des événements exceptionnels tels que les tremblements de terre ou les ouragans. Ils constituent une classe d'actif moins liquide mais non moins intéressante du fait de leur faible corrélation avec les actions et les obligations et des perspectives de rendement qui avoisinent plus de 7% au cours des 14 dernières années avec une volatilité de 2.4%.
- De même aussi en matière d'inclusion de Private Equity dans des solutions d'épargne retraite.

Comment piloter au mieux l'épargne retraite ?

- La diversification reste incontournable. Les fonds doivent être investis sur un univers mondial. Disposer d'un univers très large permet d'améliorer le couple rendement/risque et d'aller chercher la performance où elle se trouve sur les marchés dynamiques. Le gérant peut ainsi allouer le portefeuille sur différentes zones géographiques et/ou différents secteurs. Même principe sur les obligations où le gérant devrait pouvoir choisir entre obligations d'états et entreprises et piloter dynamiquement le risque crédit en zone Euro comme en dehors. C'est aussi à travers la diversification sur des actifs présentant des perspectives de rendement supérieures à l'inflation comme les convertibles, les obligations high yield ou les matières premières que le salarié pourra se prémunir à long terme contre le risque inflationniste qui est un risque majeur en épargne retraite.

Quelques questions à se poser ?

- **La gestion tactique de l'allocation.** Dans la gestion des fonds à horizon, tout au long de la durée d'investissement, le gérant dispose de marges de manœuvre tactiques lui permettant de sur ou sous pondérer l'exposition sur les différents marchés actions et taux. L'intérêt de ces marges de flexibilité est d'optimiser les performances en fonction des tendances et des perspectives de marchés. A l'usage, les marges de manœuvre ont été élargies pour capter les grandes tendances de marchés. Elles sont généralement asymétriques pour limiter le recul en cas de marché très adverses (durablement baissiers). Les marges de manœuvre sont plus importantes à la baisse qu'à la hausse afin de renforcer le côté défensif de la gamme. Par exemple pour un fonds à horizon long-terme, investi a priori à 90% en actions internationales, les marges de manœuvre seront de -20% à +10%, soit de 70% à 100% en actions. Ces marges de manœuvre diminuent progressivement à mesure du processus de désensibilisation.
- **Du côté du salarié, il est d'autant plus important de faire des versements réguliers que l'épargne est investie sur des supports dynamiques,** et ce afin de lisser le point d'entrée et d'éviter le scénario du pire consistant à investir l'intégralité de son épargne au plus haut des marchés à la veille d'un krach.

La problématique de la gestion financière en phase post-retraite ?

- Force est de constater que **les situations patrimoniales à la retraite peuvent être fortement contrastées.** En fonction des spécificités de la situation de chacun, différents types de solutions peuvent être envisagées.
- A moins que l'objectif du futur retraité soit de s'acheter une maison avec son épargne immédiatement après son départ en retraite, le fait que les portefeuilles soient presque totalement désensibilisés (ie investis en quasi-totalité en monétaire) n'est pas une solution optimale. Ainsi aux Etats-Unis, les salariés conservent une exposition importante aux actifs risqués même après leur départ en retraite. La part d'actifs est progressivement réduite et minimise les risques de pertes mettant en avant une approche plus patrimoniale qui permet par exemple des sorties en capital régulières, assurant ainsi un complément de retraite.
- **Aujourd'hui, les salariés en phase de retraite ne sortent pas et restent investis.** On peut estimer qu'ils restent investis pendant au moins dix ans après le départ à la retraite. Le PERCO permet une sortie en capital ou en rente. On ne le dit pas assez souvent, il existe un 3^{ème} mode de sortie : laisser son capital fructifier sur son PERCO, sur un fonds avec un niveau de risque adapté au retraité, et retirer, sans impôts en tant que de besoin. Contrairement à la rente, en cas de décès, le capital revient aux ayants-droits.. En pratique, les salariés rechignent à choisir la rente. La sortie en capital, tout le monde comprend. La rente, le Français a peur de mourir avant d'avoir dépensé tout le capital, et de payer trop d'impôt dessus. Avec le temps, la question se résoudra d'elle-même quand il y aura suffisamment de capital accumulé pour les épargnants aient un vrai choix entre capital et transformation de celui-ci en rente. En attendant, les entreprises et salariés attendent de leurs teneurs de compte qu'il mette à disposition **des solutions techniques comme par exemple la possibilité pour le retraité de faire des virements partiels programmés, par exemple mensuels, entre son PERCO et son compte courant bancaire,** comme on fait des virements permanents réguliers entre ses différents comptes bancaires.
- Encore faut-il **distinguer la sortie en rente viagère qui est à considérer comme une sortie en capital où le niveau de risque doit diminuer beaucoup plus rapidement** avant l'échéance de la retraite alors que **la sortie en capital fractionné implique de conserver une part d'actifs risqués plus longtemps** pour optimiser le capital et les revenus tout au long de la vie du retraité, si bien sûr le salarié le souhaite.
- Or, les modèles de désensibilisation actuels (grilles et fonds générationnels) atterrissent en monétaire. Difficile donc d'obtenir des rendements correctement sur l'épargne résiduelle pendant les 5 ou 10 ans qui suivent. **Certains salariés commencent à réclamer des produits patrimoniaux qui prennent le relais en phase de retraite,** voire en phase d'accumulation pour pouvoir continuer à être investis en phase de retraite.

EPARGNE RETRAITE ET PRATIQUES DES SALARIES

Le comportement des salariés face à la gestion de leur épargne retraite ?

- Comme en témoigne une grande entreprise, deux tiers des salariés du PERCO sont en gestion libre. Mais c'était l'inverse il y a 10 ans. La grande crise financière de 2008 a jeté le doute et les salariés semblent croire qu'ils feront mieux que leur teneur de compte. Des campagnes sont menées pour expliquer qu'en dehors d'un placement à court terme sur le PERCO, c'est évident qu'il faut choisir la gestion pilotée.
- Dans ce cas précis, l'entreprise avait fait le choix d'un PERCO plutôt qu'un article 83 afin de privilégier une approche collective plutôt que catégorielle. Les réflexions et études entre fonds à horizon ou grille de désensibilisation avaient finalement débouché sur la mise en place d'une la gestion pilotée avec 4 fonds dédiés. Par souci de simplification une seule grille avait été retenue après étude technique ; les partenaires sociaux ayant privilégié une grille prudente. La désensibilisation s'arrêtait initialement sur un fonds obligataire. Après 2008, la grille a été modifiée pour arrêter la désensibilisation vers le monétaire.
- A l'international, l'attitude des épargnants n'est guère différente. Les mêmes travers, la même aversion au risque ou passivité créent les mêmes besoins. Les épargnants américains ont en revanche une plus grande habitude des instruments financiers car leur retraite est majoritairement issue de leur épargne personnelle et ils appréhendent plus facilement le « risque de longévité » qui nécessite d'avoir une allocation globalement plus agressive (la retraite n'étant pas une fin, mais le début d'une période où il faut générer des revenus réguliers).

Avec la mise en place de solutions automatiques, qu'il s'agisse de gestion par grille ou générationnelle, comment éviter que le salarié n'ait l'impression « qu'il n'y a pas de pilote dans l'avion » en période de crise ?

- La première réponse consiste à **s'assurer par la pédagogie et les échanges avec l'épargnant de la bonne adéquation du portefeuille avec l'objectif**. C'est le principal écueil. **Connaitre la date théorique de retraite d'un épargnant ne permet pas de déterminer la gestion optimale qui lui correspond, c'est l'usage qu'il compte faire de cette épargne qui importe.**
- En outre, **l'objet de la gestion à horizon est précisément de protéger les épargnants contre eux-mêmes et d'une potentielle aversion ou d'un goût du risque excessifs au regard de leur objectif patrimonial**. La réponse consiste à accompagner les salariés et leur **démontrer les vertus de la diversification et du temps** dans la création de valeur tout comme dans sa capacité à combler une baisse brutale de valorisation (drawdown). Des outils sont disponibles qui montrent la capacité des classes d'actifs individuelles ou de portefeuilles à retrouver un niveau de valorisation suite à une période de crise.
- Les TCCP ne font pas de conseil, et leur rôle se limite à informer les salariés à travers de la communication dédiée ou générique sur les supports (vidéos produits, tutoriels...). Peut-être, les robo-advisors apporteront-ils des solutions nouvelles. Notons néanmoins que l'un des principes d'un robot advisor repose sur une large gamme de fonds à disposition pour effectuer une recommandation. Or à aujourd'hui, en épargne salariale, les accords ne prévoient que quelques fonds, le sujet est donc posé.

Quelques questions à se poser ?

Comment s'adresser aux salariés ? Quelle communication privilégier ?

- Pour les salariés épargnants, il faut vraiment faire la part des choses, entre le moteur sous le capot, et la carrosserie que l'on voit. Tout ce qui est machinerie, cela regarde les sociétés de gestion et le salarié n'a pas la compétence pour la comprendre. **Ce que veut le salarié, c'est de l'épargne qui fructifie et dont il pourra disposer à la sortie du plan prévu.**
- **Avant de promouvoir des solutions sur les sites internet, il serait impératif d'apprendre dès l'école ce qu'est la finance pour tous pour palier le manque de culture financière de base.** Le recours aux robo-advisors ou autres outils technologiques serait d'abord utilisé par les personnes à forte appétence pour l'épargne financière mais ces solutions « démocratiques » pourraient à terme atteindre le plus grand nombre sans investir dans des conseillers humains qui coûtent très chers.
- On pourrait **s'interroger sur des obligations légales d'information et de formation des salariés à l'économie et la finance ce qui permettrait aux salariés de mieux comprendre leurs dispositifs de plans d'épargne.** Faudrait-il que l'entreprise dégage les budgets nécessaires qui pourraient éventuellement être prélevés sur l'épargne... Après tout, **les salariés pourraient ainsi gérer plus efficacement cette épargne qui leur appartient et dont l'entreprise n'est plus responsable.**
- Les salariés ont parfois du mal à faire la différence entre PREFON ou PERP qui ont une déductibilité fiscale à l'entrée et qui donc semblent plus intéressants, et l'Épargne Retraite/PERCO dont ils oublient les avantages : l'exonération fiscale de la participation et de l'intéressement qui constituent l'essentiel des sources d'alimentation à laquelle s'ajoute souvent l'abondement de l'entreprise et la moindre imposition des plus values.
- D'où la nécessité de poursuivre les efforts de communication : Sessions de formations / informations spécifiques pour les salariés intéressés, mise en place de newsletters remises avec le bulletin de paie, intranets, livret d'épargne salariale et site internet du teneur de compte avec un espace dédié. **Le mot d'ordre reste toujours le même : être le plus simple possible, ce qui est le plus difficile !**

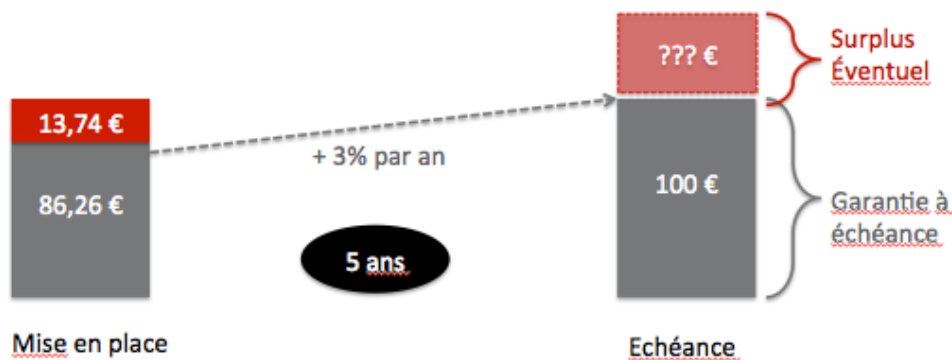
LES FONDS A GARANTIES

- Si les fonds offrant des garanties ont connu leur heure de gloire à la suite de la crise de 2008 dans un contexte où notons au passage « le mal était déjà fait », **le contexte de taux actuel oblige la plupart des sociétés de gestion à les fermer un à un.**
- Sur des horizons longs comme la retraite, **l'intérêt de proposer une garantie explicite du capital est faible :**
 - le risque est mesuré notamment si les salariés lisent leurs investissements.
 - le niveau très faible des taux d'intérêt rend ces garanties encore moins attractives voire impossible à proposer.

Quelques questions à se poser ?

Comment fonctionne le mécanisme de garantie ?

- En général, les solutions proposées garantissent la plus haute valeur liquidative (VL) constatée d'ici à l'échéance. Pour ce faire, la société de gestion scinde le portefeuille d'actifs en deux parties : 'actifs sans risque' généralement investis en monétaire ou obligataire de première qualité, et 'actifs risqués'.
- La part des 'actifs risqués' vs 'sans risque' dépendra de l'échéance et du niveau des taux d'intérêt sans risque.
- Prenons un exemple. La VL est de 100€, l'échéance est de 5 ans et les taux d'intérêt 'sans risque' à 5 ans sont de 3%.
- La société de gestion garantit, de fait, que la VL du fonds à l'échéance ne sera pas inférieure à 100€.
- Pour ce faire, il suffit d'investir X en actifs sans risque tel que $X \times (1+3\%)^5 = 100$, soit 86,26€.
- Le solde $100 - 86,26€$, soit 13,74€ pourra être investi sur des actifs plus risqués (et donc, on l'espère, plus rémunérateurs).



- Moins l'échéance sera longue et plus les taux d'intérêt sans risque seront faibles, plus la part d'actifs sans risque sera importante et moindre sera la rémunération.
- Admettons par ex. que la garantie arrive à échéance dans 1 an (ie 2018) et que les taux sans risque soient de 0,1%.
- Pour garantir la plus haute VL à l'échéance, la société de gestion devra investir X, tel que $X \times (1+0,1\%)^1 = 100$, soit 99,9€. Seuls 10 centimes pourront être investis dans l'actif risqué. 99,9% du portefeuille seront investis dans l'actif sans risque au taux de rendement annuel de 0,1% dans notre exemple.
- On parle alors de monétarisation du portefeuille. Pour pouvoir honorer la garantie, la société de gestion se voit contrainte d'investir la quasi-totalité du portefeuille en monétaire avec les rendements que l'on connaît. Compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt, cette monétarisation affecte non seulement les échéances courtes mais aussi longues, d'où des espérances de rendement très faibles.

