
Retraite en Europe : De l'Asset Management au Yield Management Risques pour les rentiers ou futurs retraités?

- ▶ Jean-François Bay, Directeur Général, Morningstar
- ▶ Paris, le 10 avril 2012

Phase 1 : (1950 – 2010) La phase de cotisation en Europe

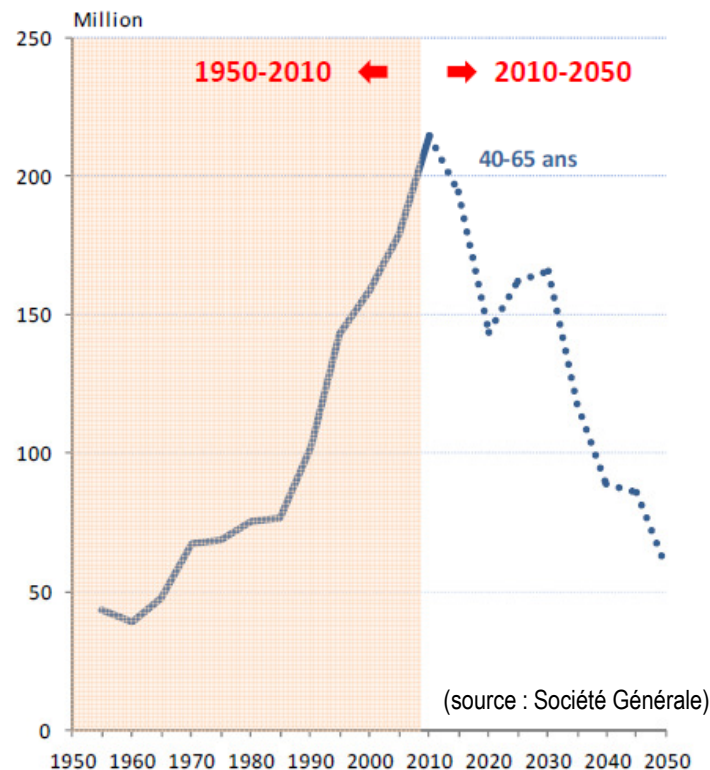
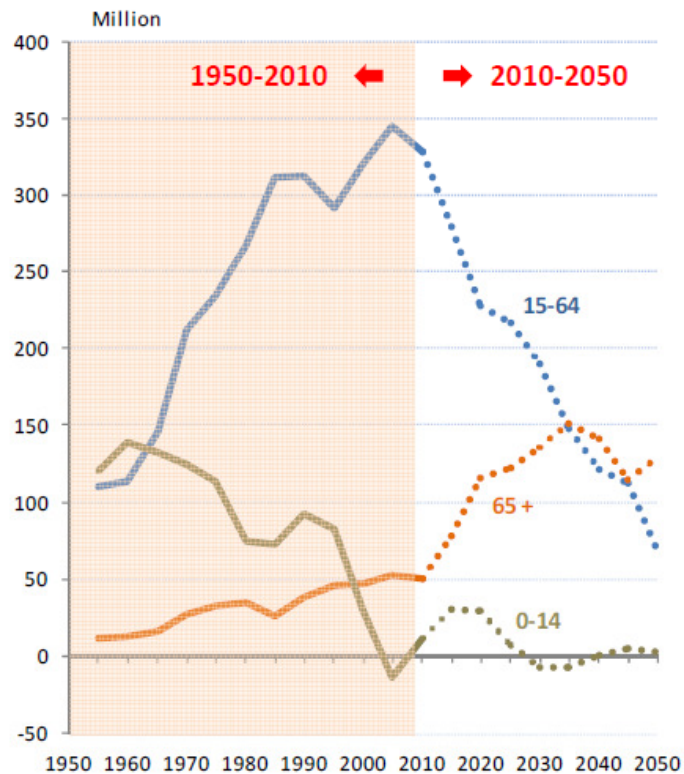
L'institutionnalisation de l'épargne:

L'Asset Management d'abord



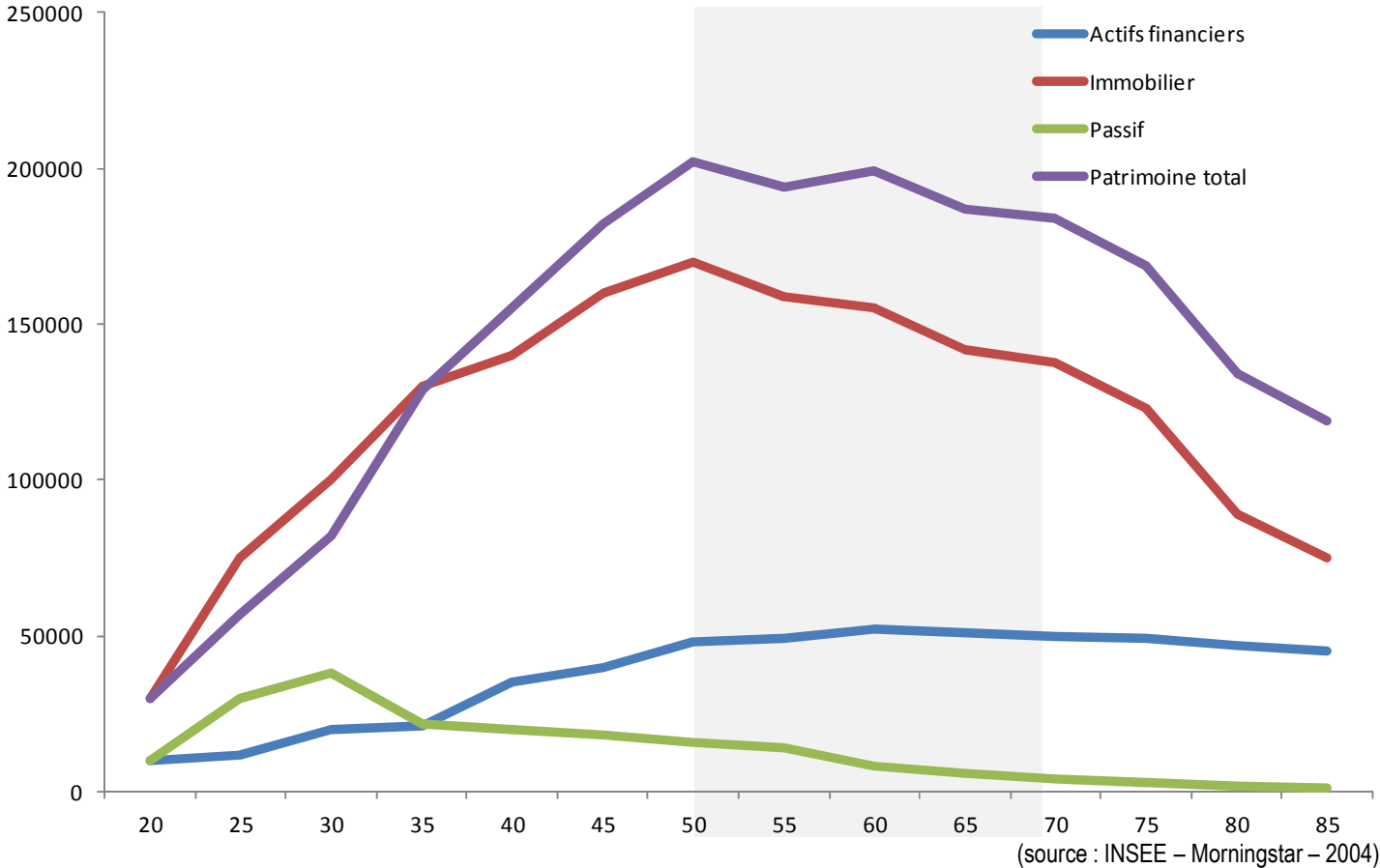
La retraite repose sur la solidarité intergénérationnelle surtout en France (modèle par répartition)

- ▶ Les juniors actifs vs Les seniors retraités
- ▶ Evolution de la population mondiale



Conséquence sur le patrimoine en France : Le patrimoine est entre les mains des seniors 50-70 ans

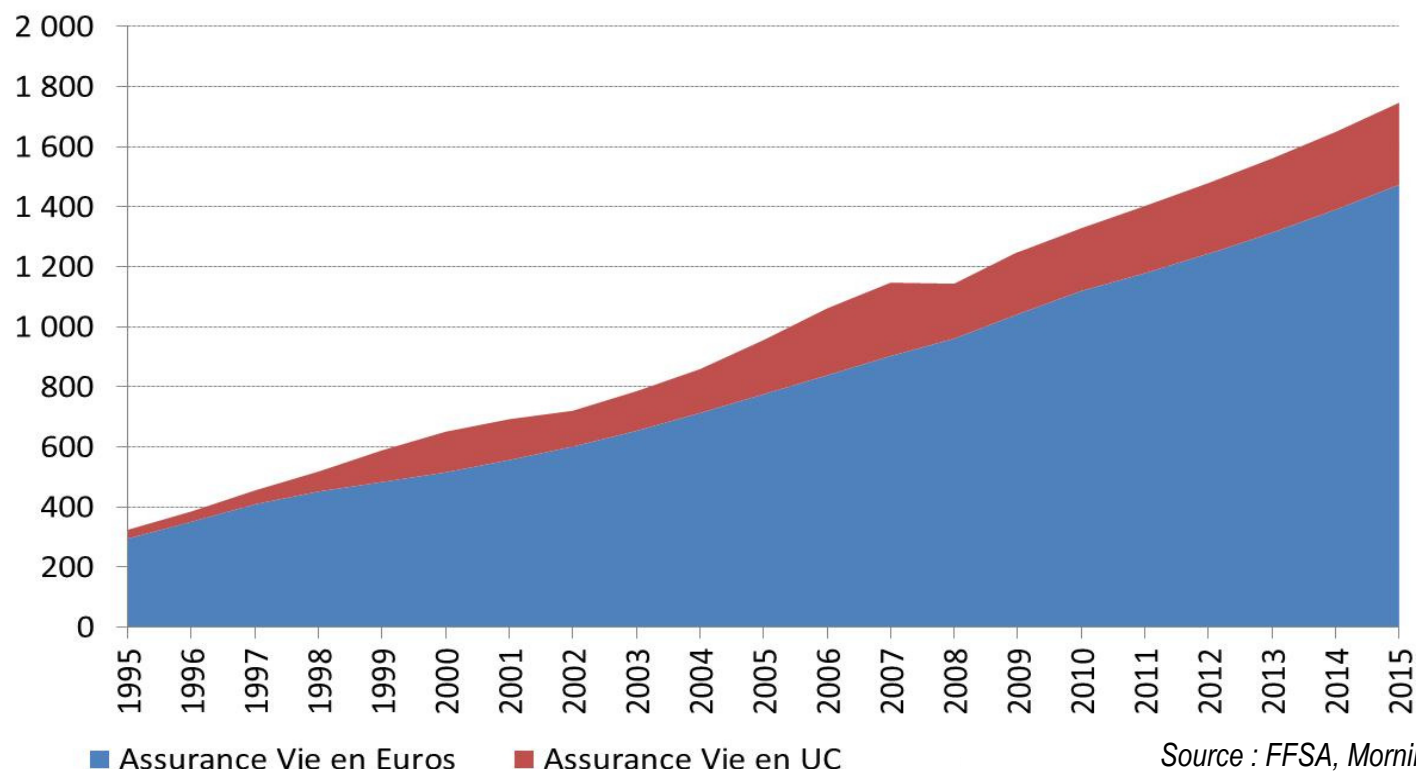
► Patrimoine des ménages français par tranche d'âge



Conséquence sur les produits en France : Sans fonds de pension, l'assurance-vie a drainé l'épargne

► Placements de l'ensemble des sociétés d'assurance en France

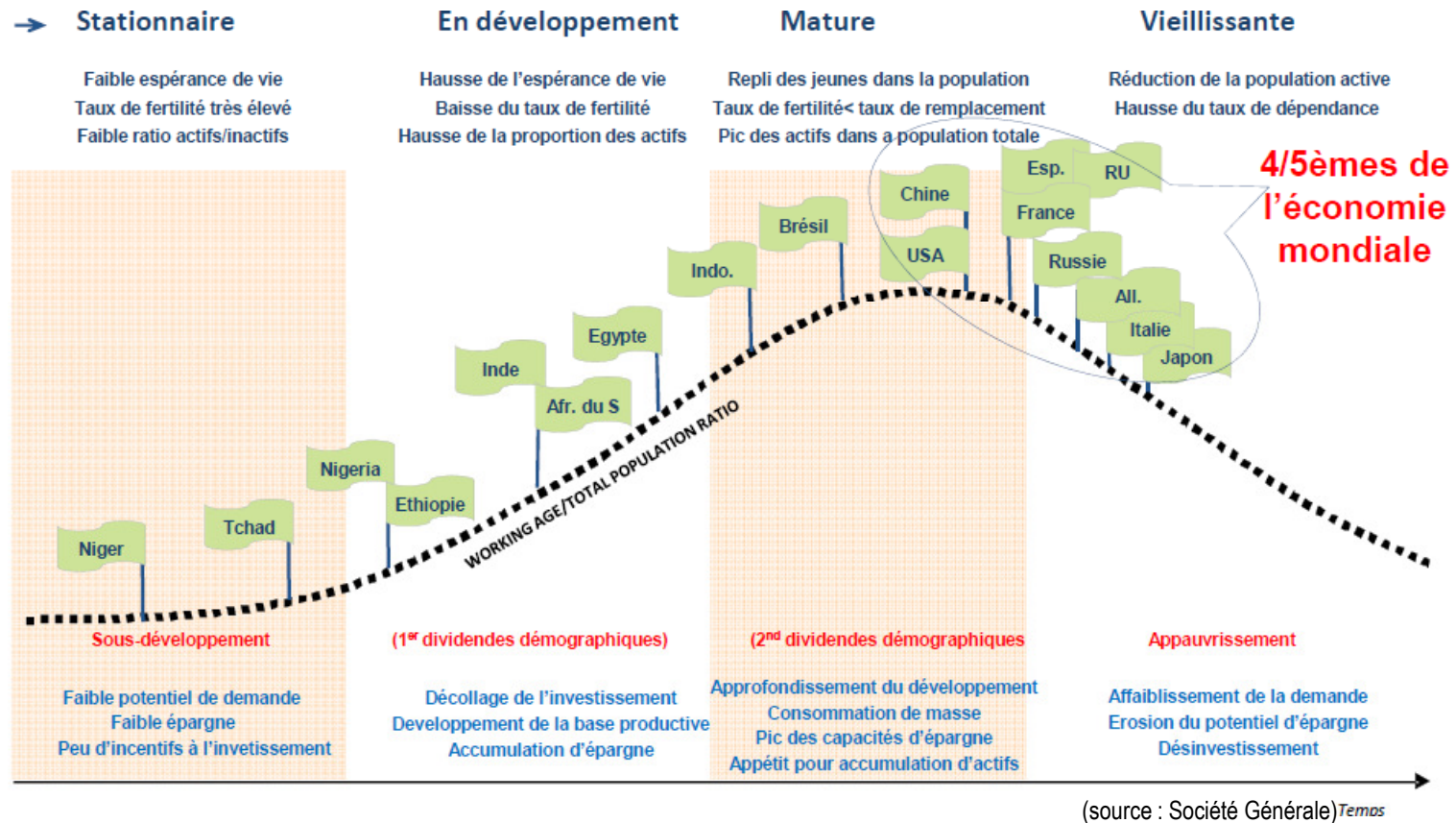
En Mds d'€



Source : FFSA, Morningstar

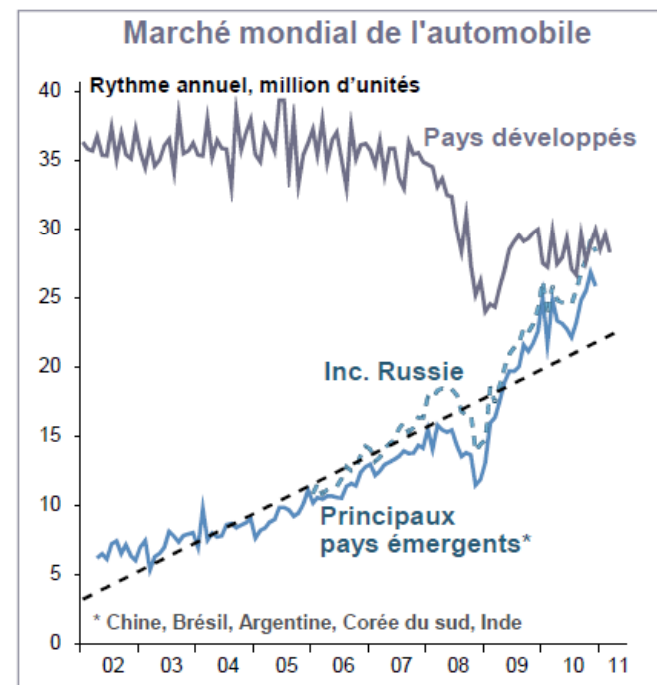
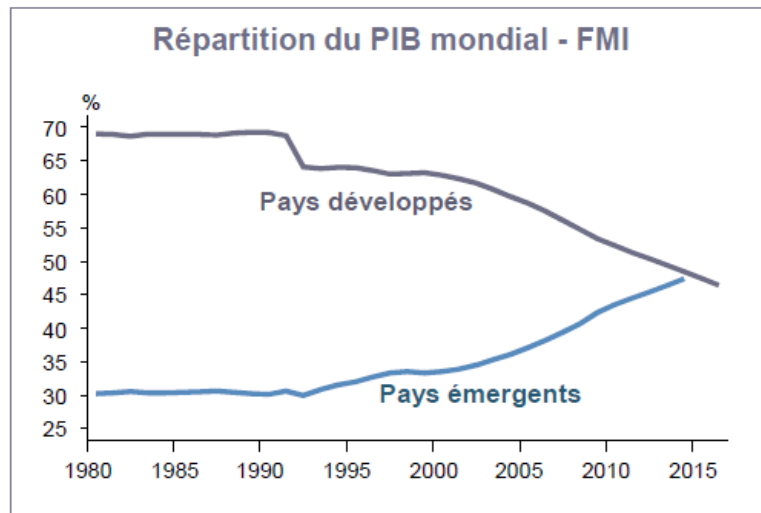
La mondialisation change la donne

► Ménages jeunes des pays émergents vs Ménages vieillissants des pays développés



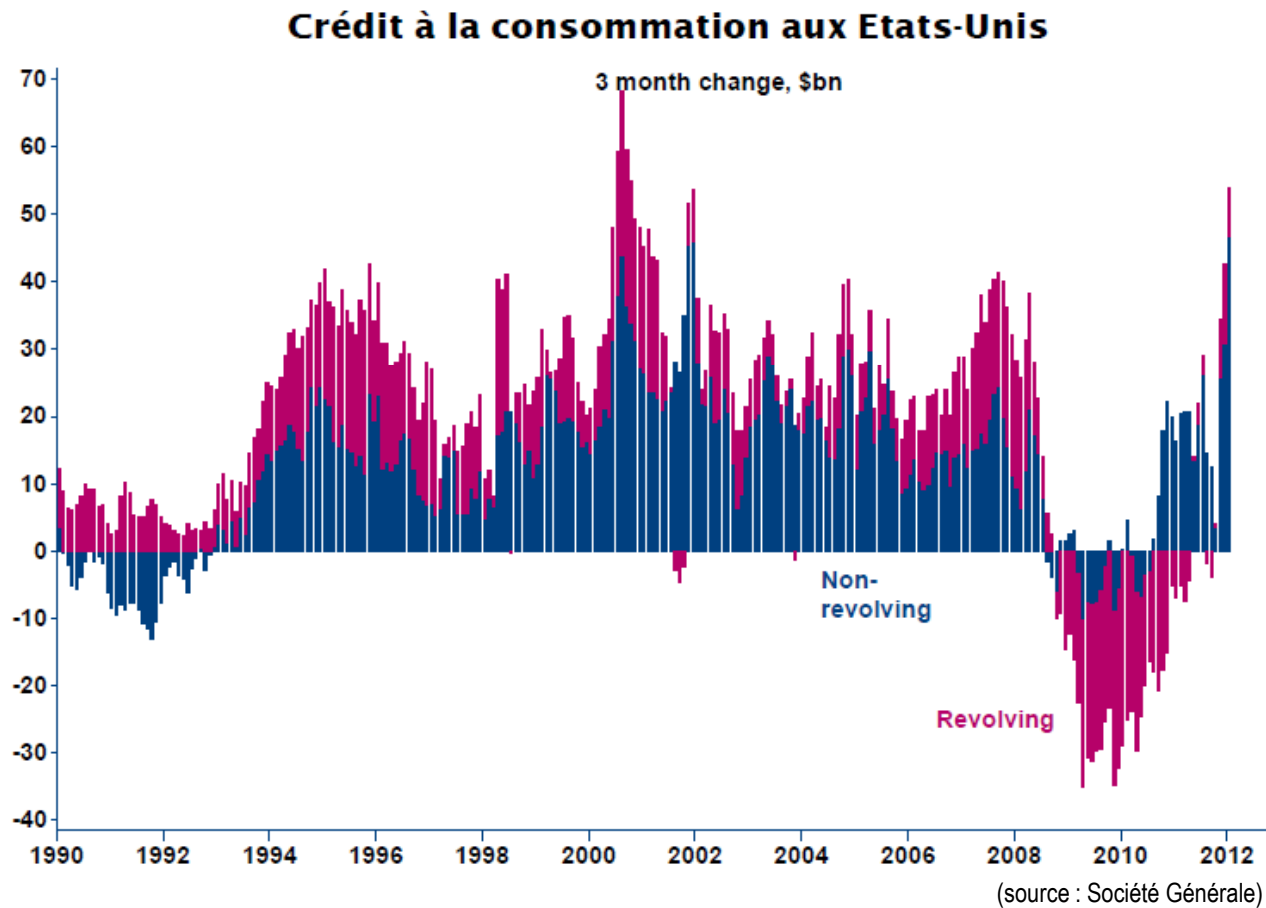
La violence du changement change la donne

- ▶ Pays émergents : Des consommateurs qui sont en phase d'accumulation de richesse
- ▶ Pays développés : Des rentiers qui sont en phase de désépargne



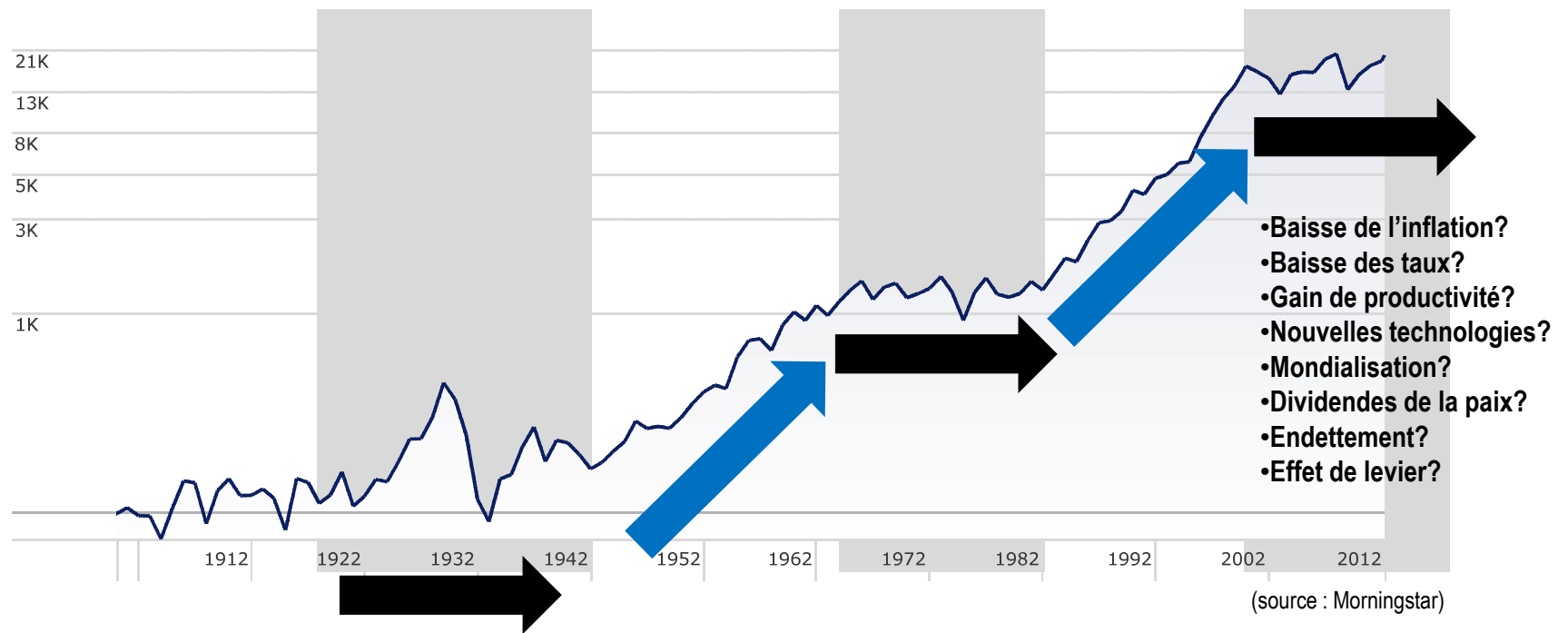
(source : Société Générale)

L'arme des pays développés pour retarder l'échéance : L'endettement



Aujourd'hui, les soutiens artificiels des années 90's ne fonctionnent plus

► Evolution de l'indice Dow Jones Ind. entre 1900 et 2012



Phase 2 : (2010-?) La phase de prestation en Europe

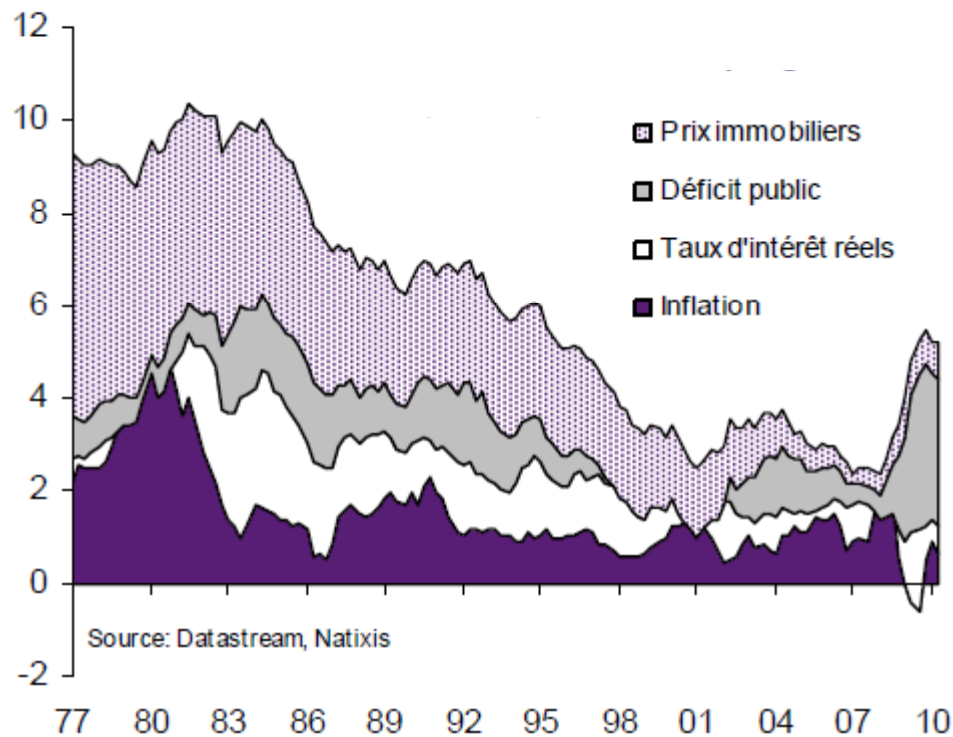
L'individualisation de l'épargne :

De l'Asset Management au Yield Management



La phase de désinvestissement a déjà commencé aux USA

► Etats-Unis : Contributions aux taux d'épargne (%RDB)

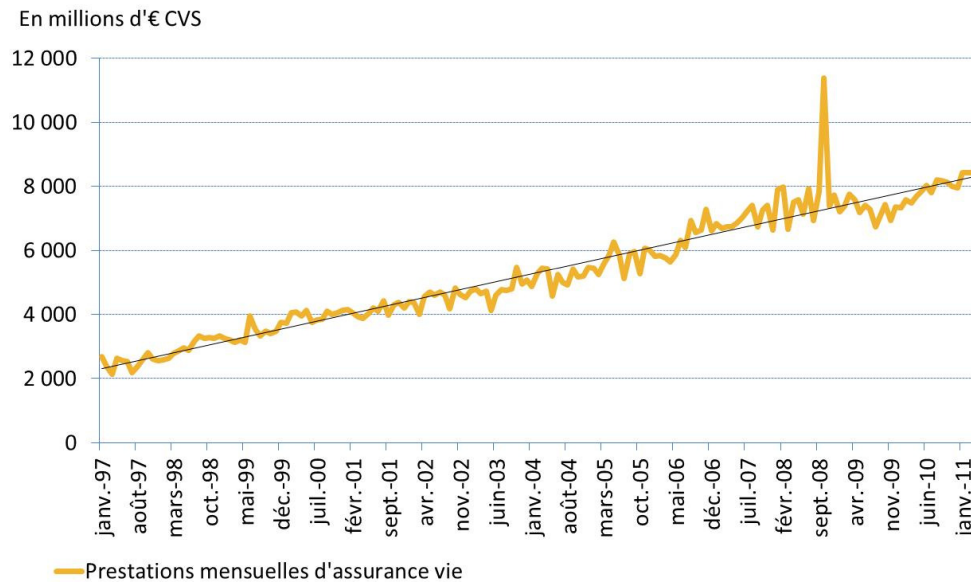


3 RAISONS MAJEURES ET STRUCTURELLES DU DESINVESTISSEMENT :

- Raisons démographiques (Vieillessement...)
- Raisons économiques (Chômage durable contraint à puiser dans le stock d'épargne...)
- Raisons financières (taux d'intérêt réels en baisse, voire négatifs, incitent à désinvestir...)

En France, le megatrend du « rendement » va se poursuivre

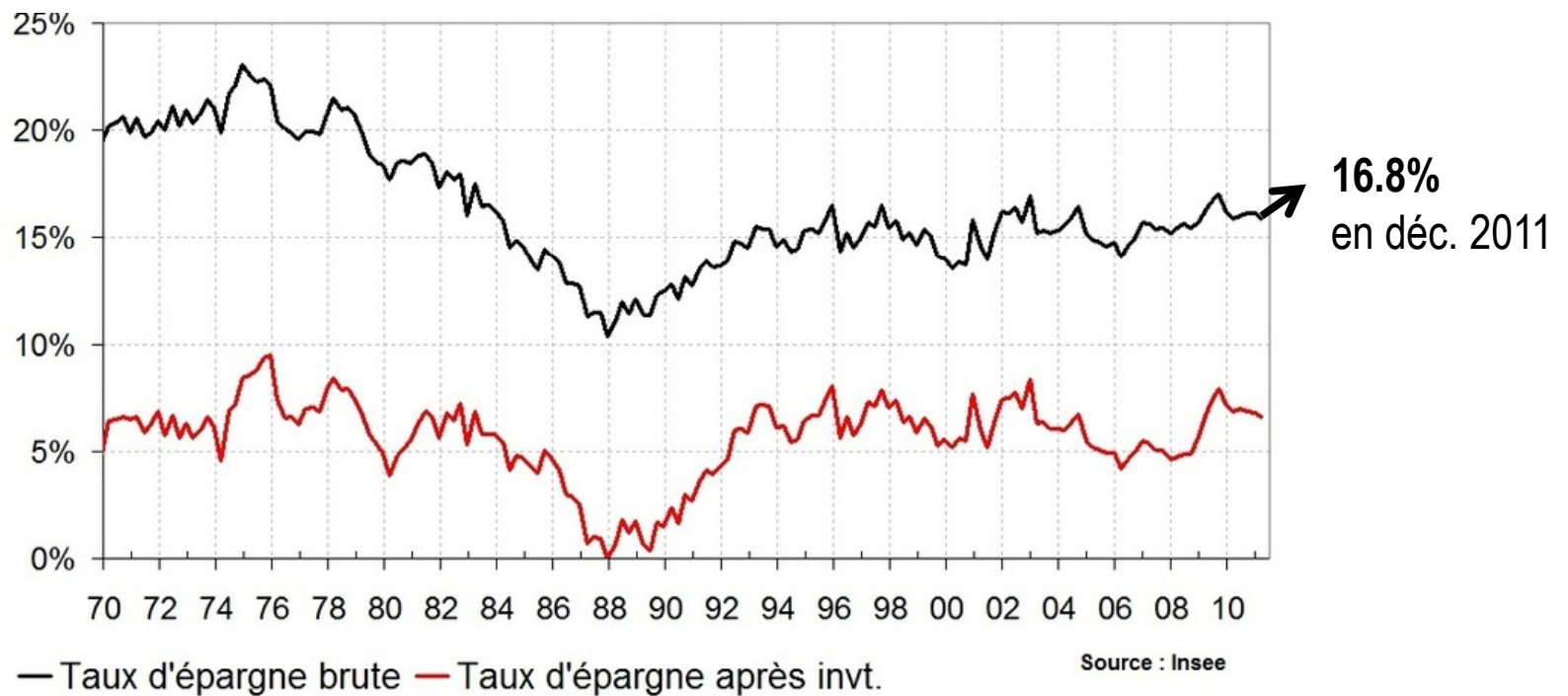
► Prestations mensuelles en assurance vie en France



- Les prestations montent en puissance à long terme (pays vieillissant, « papy boom »)
- Un marché global des placements anémié
- Le sujet de la dépendance

Même s'il est ralenti conjoncturellement par la montée du taux d'épargne des ménages

► Taux d'épargne des ménages en France (% du RD)



Risque n°1 : Une épargne retraite « illiquide » quasi-inexistante

- Les dispositifs spécifiques représentent 4% du patrimoine financier des ménages

Données 2008, estimation DREES avril 2010 d'après DRESS, enquête retraite supplémentaire, FFSA et CTIP

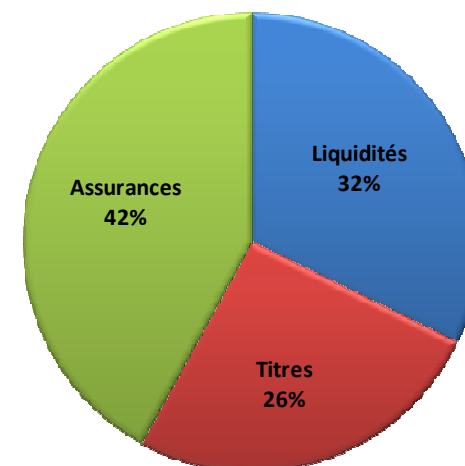
	Répartition des différents types de contrats			Encours Md €
	en % des cotisations	en % des prestations	en % des encours	
Dispositifs d'épargne retraite souscrits dans un cadre personnel ou assimilé	17%	31%	23%	28,441
PERP	9%	1%	3%	4,091
Produits destinés aux fonctionnaires ou aux élus locaux (PREFON, COREM, CRH, FONPEL, CAREL)	7%	15%	13%	15,878
RMC (retraite mutualiste du combattant)	1%	14%	5%	6,346
Autres (REPMA, ancien PER "Balladur")	0%	2%	2%	2,126
Dispositifs d'épargne retraite souscrits dans un cadre professionnel	83%	69%	77%	97,333
- <i>Professions indépendantes</i>	20%	5%	15%	18,934
Régimes de la loi n°94-126 "Madelin"	18%	4%	13%	16,194
Régimes de la loi n°97-1051 "Exploitants agricoles"	2%	1%	2%	2,740
- <i>Salariés</i>	63%	64%	62%	78,399
PERCO	1%		1%	1,859
PERE	0%	ns	0%	0,108
Contrats de type art. 83 du CGI (dont branche 26)	24%	20%	33%	42,023
Contrats de type art. 82 du CGI	2%	1%	2%	2,864
Contrats de type art. 39 du CGI	30%	43%	25%	31,545
Ensemble des dispositifs d'épargne retraite supplémentaire facultative				125,774

Risque n°2 : Une épargne qui reste très liquide

► Patrimoine des ménages en France

	en milliards d'euros				
	Ensemble de l'économie nationale	Ménages ¹	Sociétés		Administrations Publiques
			non financières	financières	
Actifs non financiers (ANF), dont :	12 147	6 768	3 748	247	1 385
Constructions et terrains, dont :	10 061	6 282	2 324	211	1 245
Logements	3 794	3 143	547	51	53
Autres bâtiments et génie civil	1 928	185	889	69	784
Terrains bâtis	4 340	2 954	888	91	408
Machines et équipements	610	48	506	15	41
Stocks	378	39	323	-	16
Autres actifs produits	232	131	82	8	11
Autres actifs non produits	866	268	512	13	73
Actifs financiers (AF), hors produits dérivés dont :	20 235	3 832	4 913	10 616	873
Numéraires et dépôts	4 218	1 115	315	2 680	108
Titres hors actions hors produits dérivés	2 919	63	100	2 699	57
Crédits	3 450	24	839	2 527	60
Actions et titres d'OPCVM	6 232	915	2 687	2 223	407
Provisions techniques d'assurance	1 506	1 485	20	1	1
Ensemble des actifs (A) = (ANF) + (AF)	32 382	10 600	8 661	10 863	2 258
Passifs financiers (PF), hors produits dérivés dont :	20 225	1 324	6 847	10 212	1 842
Numéraires et dépôts	4 679	-	-	4 608	71
Titres hors actions hors produits dérivés	3 051	-	361	1 337	1 352
Crédits	3 261	1 023	1 675	334	230
Actions et titres d'OPCVM (Passif en actions)	5 914	7	3 935	1 972	-
Provisions techniques d'assurance	1 510	-	-	1 510	-
Solde des produits dérivés (S)	- 43	- 1	- 5	- 37	-
Patrimoine financier net = (AF) - (PF) + (S)	- 33	2 507	- 1 939	367	- 968
Patrimoine (ou valeur nette) = (A) - (PF) + (S)	12 115	9 275	1 809	614	417
Fonds propres = (Patrimoine net) + (Passif en actions)			5 744	2 585	

Structure du patrimoine financier des ménages



1. Y compris entrepreneurs individuels et Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages (ISBLSM).

2. Le patrimoine financier net de l'économie nationale s'élève à +247 milliards d'euros en 2007, -110 milliards en 2008 et -33 milliards en 2009.

ns correspond à "non significatif".

*- * correspond à un actif non détenu.

Source : comptes nationaux base 2000, Insee et Banque de France.

Risque n°2 : Une épargne qui reste très liquide

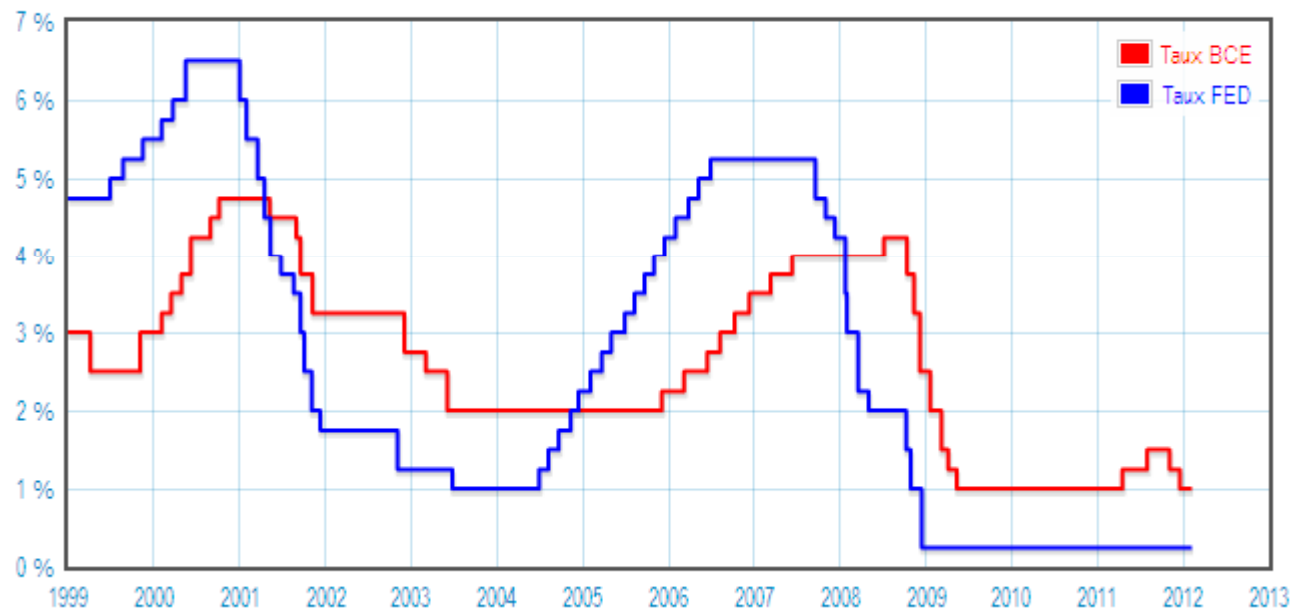
► Epargne des ménages en épargne bilantielle

	Livrets A + Bleus	Autres livrets	CEL	Dépôts	Total	Diff
janv-07	140	258	38	246	682	
janv-08	164	351	36	243	794	16%
janv-09	183	280	36	262	761	-4%
janv-10	186	281	36	269	772	1%
janv-11	197	294	36	275	802	4%
avr-11	202	299	36	284	821	2%
juin-11	203	299	36	283	821	0%
dec-11	214	309	36	285	844	3%

Source: Banque de France

Risque n°3 : Des taux d'intérêt bas et pour longtemps

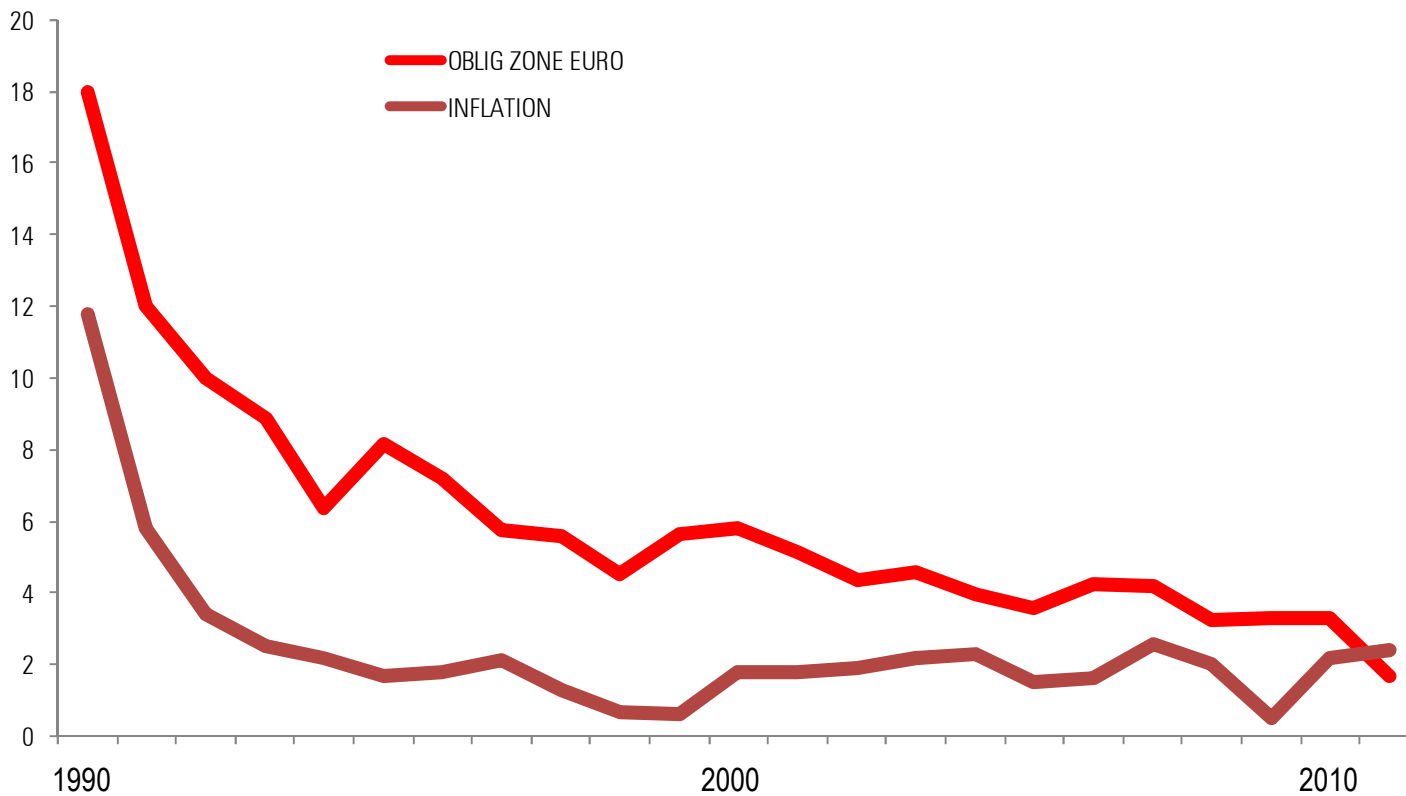
► Evolution des taux directeurs de la BCE et de la FED depuis janvier 1999



Source: Morningstar

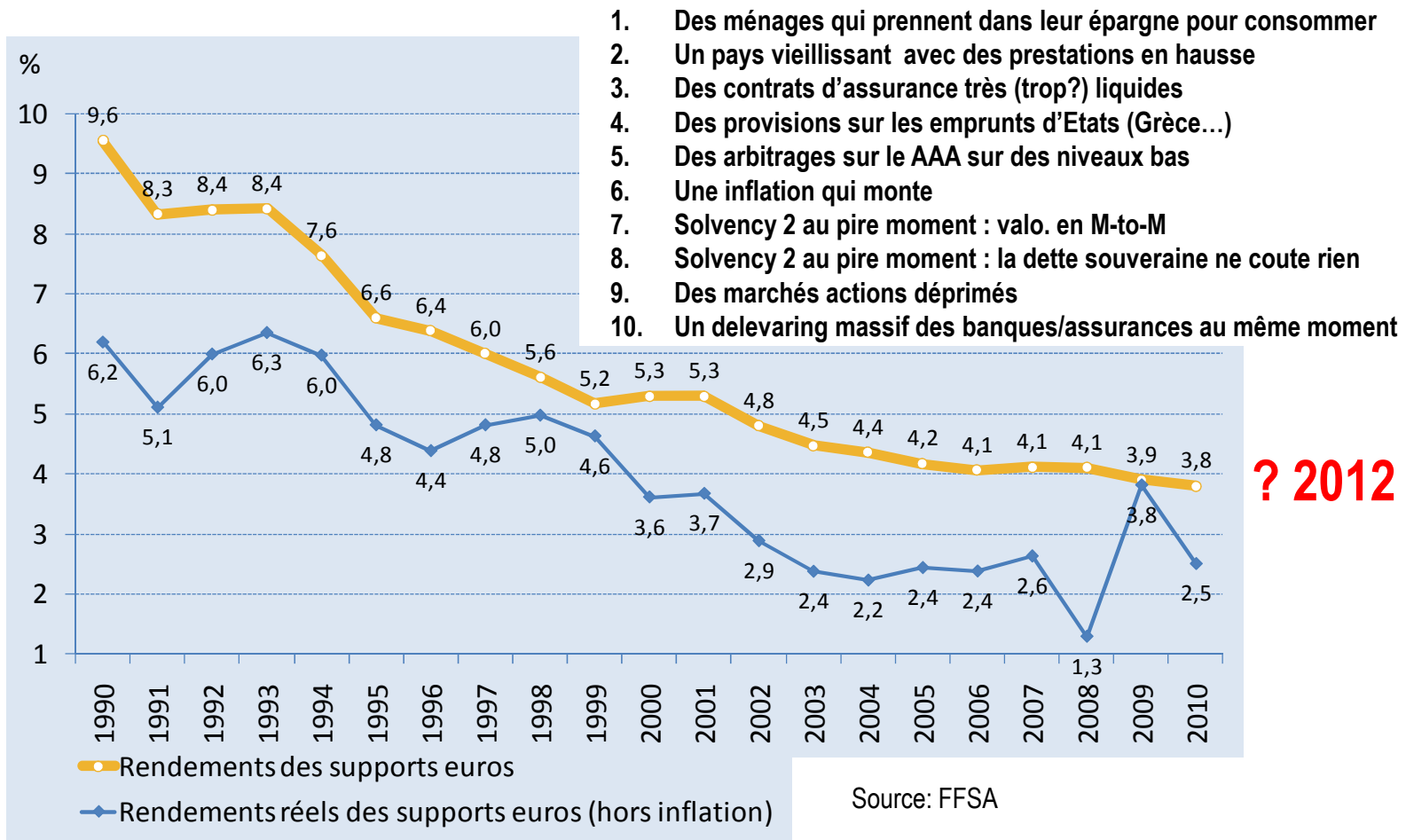
Risque n°4 : La question de l'inflation

► Phénomène unique depuis 20 ans : des taux d'intérêts réels négatifs !



Risque n°5 : La question de la réglementation (Solvency 2...)

► Investissement dans des emprunts d'Etats de la zone euro : Solvency 2 au pire moment !



1. Des ménages qui prennent dans leur épargne pour consommer
2. Un pays vieillissant avec des prestations en hausse
3. Des contrats d'assurance très (trop?) liquides
4. Des provisions sur les emprunts d'Etats (Grèce...)
5. Des arbitrages sur le AAA sur des niveaux bas
6. Une inflation qui monte
7. Solvency 2 au pire moment : valo. en M-to-M
8. Solvency 2 au pire moment : la dette souveraine ne coute rien
9. Des marchés actions déprimés
10. Un delevering massif des banques/assurances au même moment

? 2012 ?

Risque n°6 : Tout le monde recherche du rendement

▶ Qui financera l'économie et investira dans les actifs risqués ?

	Rendement CT	Actifs LT
▶ Institutionnels (Obligations court terme)	✓	⊘
▶ Ménages (Livrets bancaires)	✓	⊘
▶ Trésoriers (Comptes a terme)	✓	⊘

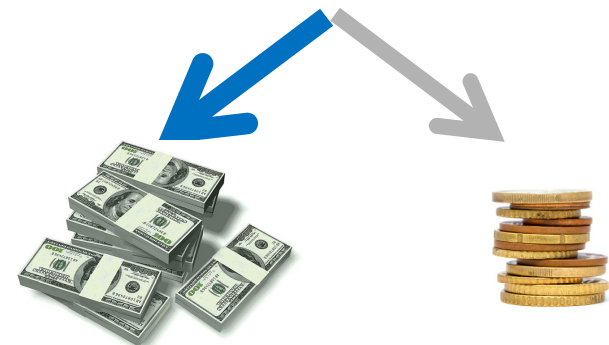
(source : Morningstar)

Risque n°6 : Tout le monde recherche du rendement

▶ De l'ère de l'Asset Management à l'ère du Yield Management

- ▶ Deleveraging massif de tous les acteurs financiers
- ▶ Se recentrer sur son métier de base
 - ▶ Ex : Banques = Banque de détail et arrêt du propre trading
- ▶ L'approche par le risque va dominer les réglementations
 - ▶ Ex : Bâle III, Solvency II...
- ▶ Se concentrer sur son résultat technique
 - ▶ Assurance santé = Augmentation des cotisations en 2012
- ▶ Le résultat financier doit être moins volatile, plus régulier
 - ▶ Logique de rendement
- ▶ Les institutionnels utiliseront les actifs risqués de manière opportuniste, à plus court terme
 - ▶ Ex : High Yield = Réduction des spreads

Opération de financement



DETTE

Jouer le rendement sur une durée limitée

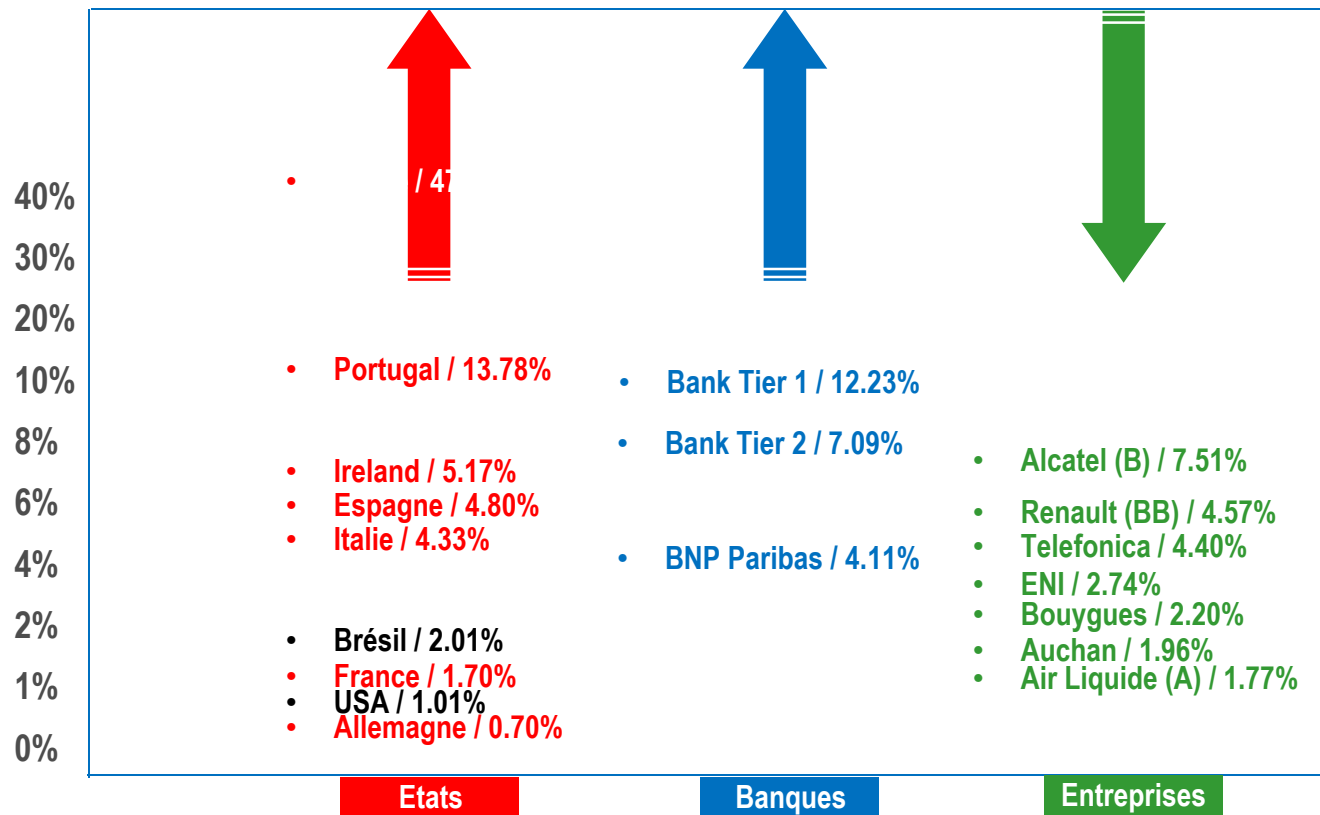
- Monétaire
- Obligations
- Immobilier
- Infrastructure

CAPITAL

Jouer la valorisation à long terme

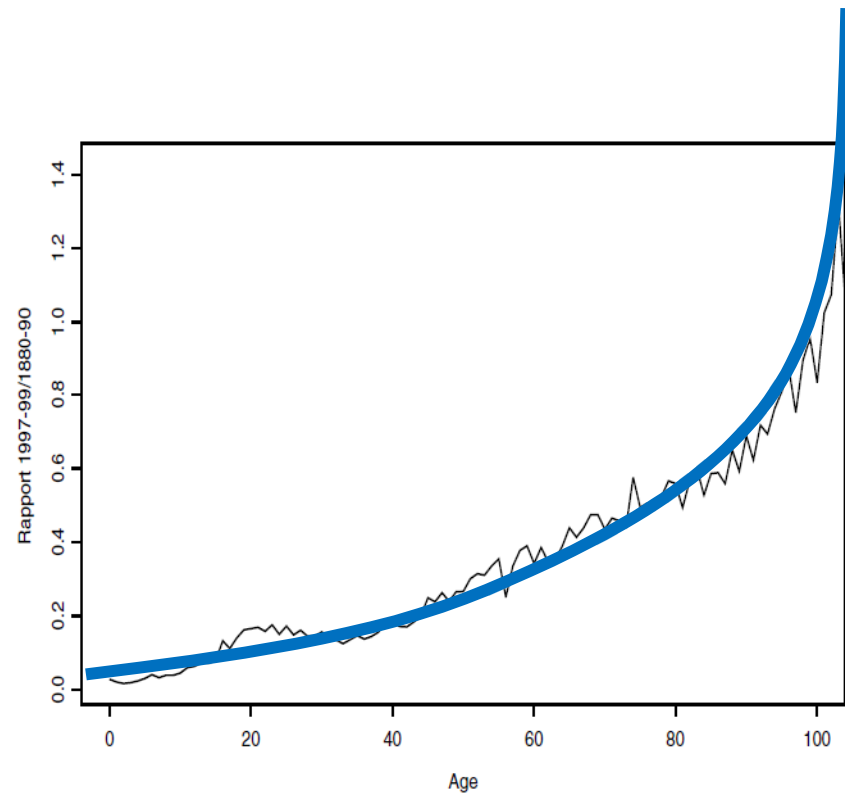
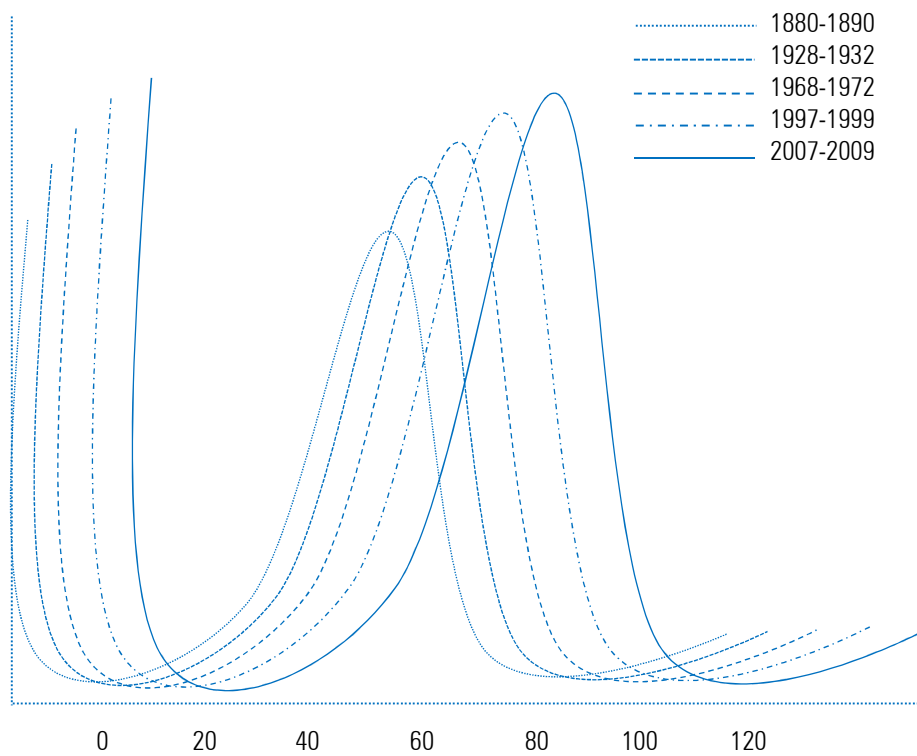
Risque n°7 : La nouvelle hiérarchie des risques financiers

► Exemple de taux actuariels – 5ans échéance 2017 en mars 2012



Risque n°8 : Des passifs mal appréciés et qui augmentent

► Exemple : Risque de longévité et rentes viagères



Risque de longévité et rentes viagères. I. Evolution de la mortalité de 1880 à nos Jours. Natacha Brouhns & Michel Denuit / BELGIAN ACTUARIAL BULLETIN

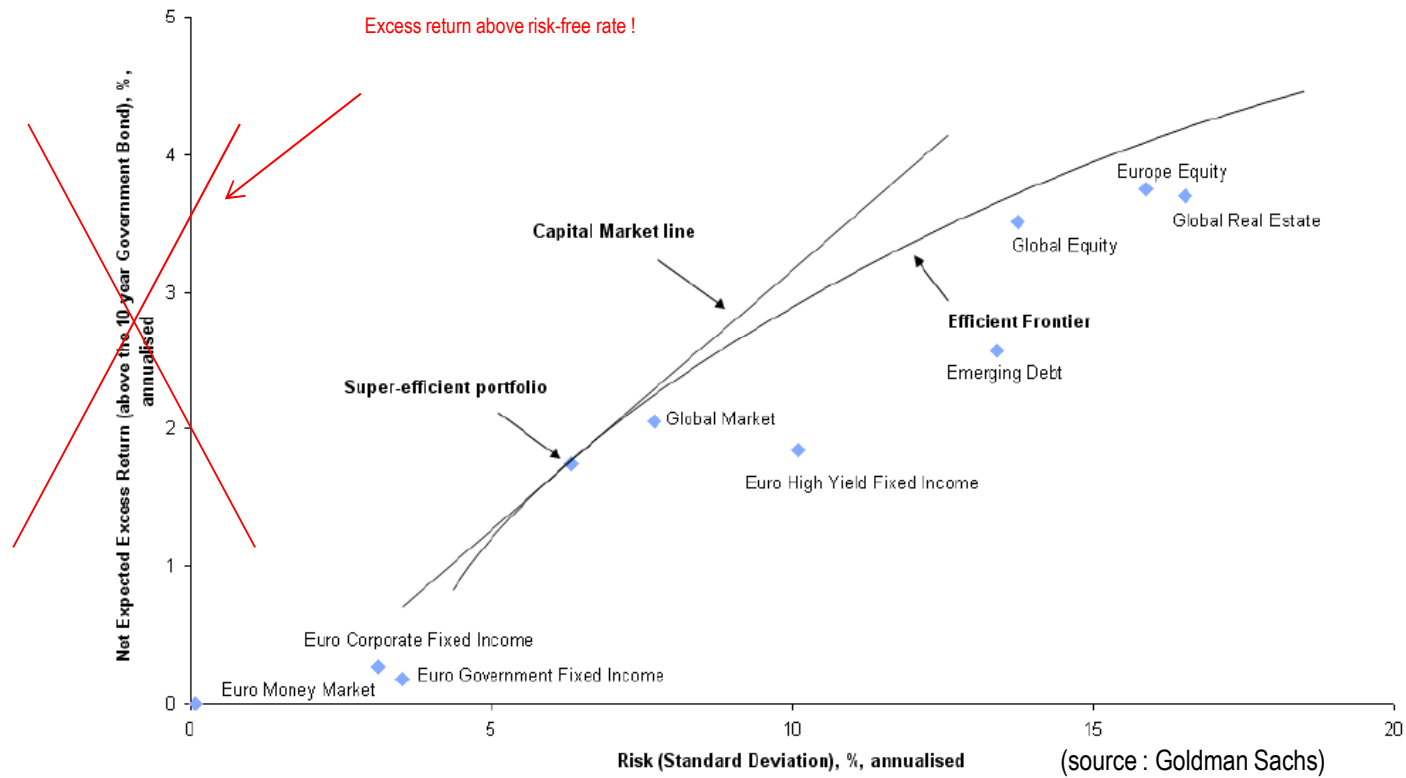
Risque n°9 : Une succession de périodes extrêmes

L'univers des risques à prendre en charge est en pleine mutation : les nouvelles activités engendrent de nouveaux risques et les risques traditionnels demeurent et évoluent.

« le nouvel univers des risques se caractérise par des distributions de probabilité nouvelles, inédites, originales ... nous passons de la loi Normale à la loi de Poisson, approximation délicate de la survenance d'événements extrêmes ».

Denis Kessler - Décembre 2002 - «Entretiens de l'assurance»

Risque n°10 : La remise en cause des modèles d'allocation d'actifs



Conclusion : Le défi de l'industrie financière

- Passez de l'institutionnalisation à l'individualisation
- Accompagnez l'épargnant en lui proposant des solutions
- Mettre en place une véritable ALM adaptée à chaque individu
- Allocation + Sélection + Monitoring + Communication + Services + ...

La question de la gestion de l'épargne retraite :

Individualisation
(laissez chaque individu
gérer son épargne)



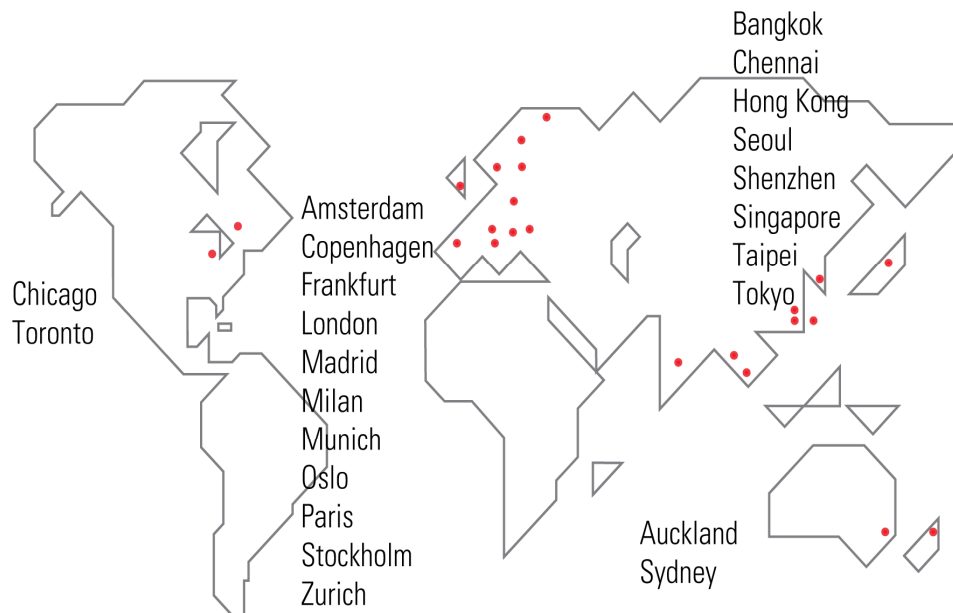
Institutionnalisation
(déléguez à des organismes
professionnels & collectifs)



Morningstar, une référence pour les investisseurs



Morningstar Global Offices



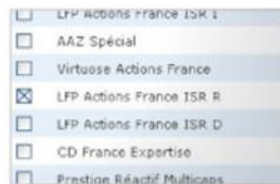
- ▶ Morningstar, Inc. est l'un des principaux fournisseurs d'analyses financières indépendantes en Amérique du Nord, Europe, Australie et Asie.
- ▶ La société propose un large éventail de services, de produits internet, de logiciels et de publications à destination des investisseurs privés, des conseillers financiers et des institutionnels.
- ▶ Morningstar fournit des données sur plus de 380000 offres de placement, notamment sur les fonds d'investissement et des données en temps réel sur plus de 4 millions d'actions, d'indices, de futures, d'options, de matières premières et de métaux précieux ainsi que sur les taux de changes et les marchés monétaires.
- ▶ La société est implantée dans 28 pays
- ▶ Nous contacter en France :
 - ▶ Vous êtes un particulier : www.morningstar.fr
 - ▶ Vous êtes un professionnel : www.morningstarpro.fr

MorningstarPro.fr, plateforme dédiée aux professionnels

[Accueil](#)
[Agenda](#)
[Actualités](#)
[Annuaire](#)
[OPCVM](#)
[ETF](#)
[Marchés](#)
[Outils](#)
[Documents](#)
[Notre](#)

[Classement Rapide](#)
[Sélecteur de Fonds](#)
[Comparateur de Fonds](#)
[Classement Actions](#)
[Analyse Instantanée de Portef](#)

Outils



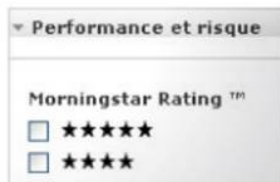
Classement Rapide

Accédez aux palmarès des fonds, FCPI, ETF, consultez leurs notations, triez sur les périodes de performances de votre choix, analysez leurs niveaux de risques et leurs frais.



Classement Actions

Suivez les évolutions des principales valeurs d'Euronext.



Sélecteur de Fonds

Trouvez et sélectionnez les fonds grâce à un outil de sélection multicritères : Notations qualitatives, performances, risques, Etoiles Morningstar, actif, devises...



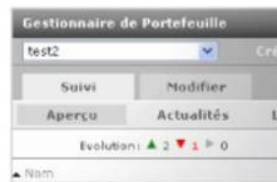
Analyse Instantanée de Portefeuille (X-Ray)

Transparez vos portefeuilles clients. Identifiez les risques d'expositions réelles de vos allocations.



Comparateur de Fonds

Comparez jusqu'à 5 fonds et identifiez en un clin d'œil s'ils sont complémentaires ou identiques et quelles sont leurs performances et risques respectifs.

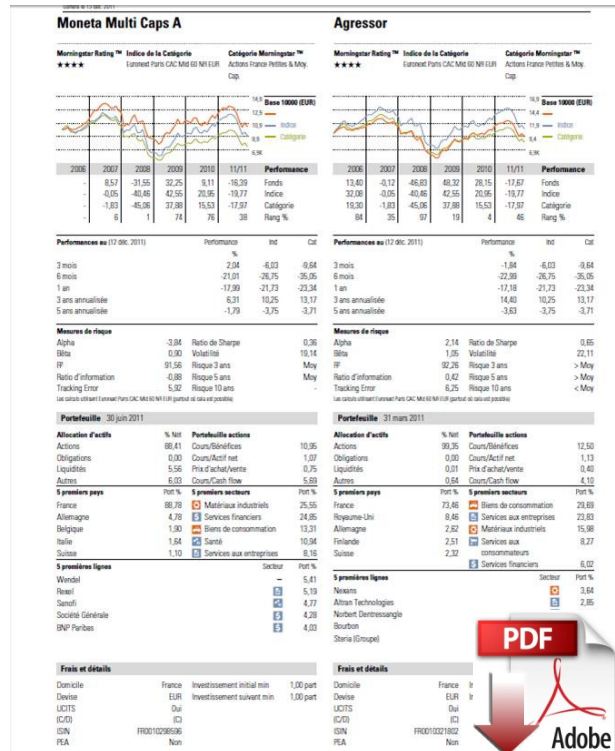


Portefeuille

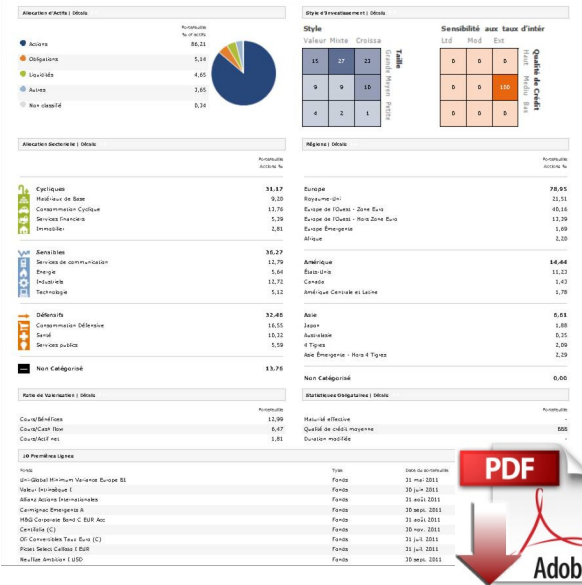
Créez vos portefeuilles en mixant fonds et actions et consultez leurs performances quotidiennes. Recevez des alertes sur les niveaux d'allocations de vos portefeuilles. Réalisez un décryptage de l'allocation et identifiez les zones de risque.

MorningstarPro.fr, plateforme dédiée aux professionnels

► Comparateur de fonds



► Analyse d'un portefeuille



MorningstarPro.fr, plateforme dédiée aux professionnels

► La bibliothèque de documents réglementaires (KIID, prospectus, reporting...)

Synthèse		Court terme		Long Terme		Composition		Frais et détails		Documents	
<input type="checkbox"/> Comparer		<input checked="" type="checkbox"/> Ajouter au graphique		<input type="checkbox"/> Ajouter à mon portefeuille		<input type="checkbox"/> X-Ray					
Nom du fonds	Fiche produit	DICI (KIID)	Prospectus simplifié	Prospectus	Rapport annuel	Rapport semestriel					
<input type="checkbox"/> Allianz RCM Gbl Emerg Mkts Eq A USD Inc											
<input type="checkbox"/> PIMCO Global Investors Series plc EqS Em...											
<input type="checkbox"/> Carmignac Portfolio Emerging Discovery A											
<input type="checkbox"/> LCL Actions Emergents (Euro)											
<input type="checkbox"/> Robeco Emerging Markets Equity D EUR											
<input type="checkbox"/> DWS INV Emerg Mkts Topdiv Plus E2 Acc											
<input type="checkbox"/> PIMCO Global Investors Series plc EqS Em...											
<input type="checkbox"/> DWS Emerging Markets Typ O											
<input type="checkbox"/> DWS Invest Emerging Markets Top Dividen...											
<input type="checkbox"/> Allianz RCM Gbl Emerg Mkts Eq AT USD Acc											
<input type="checkbox"/> Robeco Active Quant Emerging Equities D											

MorningstarPro.fr, plateforme dédiée aux professionnels

Des passerelles entre les deux sites
au profit des Particuliers et des Professionnels

Morningstar.fr Particuliers

MorningstarPro.fr Professionnels

Je cherche un CGPi à Lyon

Free Bonus Report: Tune Up Your Retirement Portfolio
With your Premium trial, you'll also get our top investment ideas for your nest egg. [Subscribe now](#) ▶

Morningstar Premium

Understand and build your investments faster.
Use your personalized portfolio action plan to immediately improve your diversification and achieve your goals quickly. [Subscribe Now.](#)

Find better stocks, funds, and smart alternatives.
Screen potential holdings fast, and then use our analysts' unbiased reports to help you

Premium Benefits
Subscribers get exclusive information, insights, and advanced tools.

Exclusive Fund and Stock Analyst Reports
Get in-depth insight on more than 3,600 holdings. Learn how to choose your best investments fast, so you can make informed decisions for your future.

Portfolio Manager
Compare and contrast the performance of your current holdings and model our analysts' top picks—all in one place.

Portfolio X-Ray
Ensure you're well diversified globally by sector and investment type. Monitor your top 10 holdings relative to the S&P 500 at a glance.

Portfolio Monitor
Learn your portfolio's strengths and weaknesses with a monthly analysis delivered to your inbox. [Get specific insights about your](#)

Je suis CGPi à Lyon

Allianz Global Investors
Learn more about our take on actionable insights today. [Learn more](#) ▶

About the Author
Leather Pak is an assistant site editor of Morningstar.com.
[Contact Author](#) | [Meet other investment specialists](#)

He also explained the role that short positions play in the portfolio and his stance on the Treasuries market. Finally, he commented on how he gains an information edge in U.S. commercial mortgage-backed securities.

1. How worried are you about inflation, and how is that outlook reflected in the portfolio? Also, how are you currently positioned from a duration standpoint, and how does that reflect your current interest-rate outlook?
We are growing increasingly concerned about the inflation dynamic in the emerging markets, but less so in developed markets such as the U.S. Many global fixed-income markets have negative real interest rates, and historically, negative real interest rates have tended to lead to higher inflation rates. In our opinion, nominal bonds in some global markets do not offer much real value. In some emerging-markets economies, we expect that policymakers will have to bring higher inflationary pressures in their countries under control by tightening policy (raising interest rates) and/or allowing their currencies to appreciate. We have exhibited this in our portfolios by owning inflation-linked bonds in certain emerging-markets countries and having outright currency exposure to countries where we expect higher currency values over the near to intermediate term.

In the U.S., inflation rates seem to have bottomed and are generally trending higher. Inflation expectations, as measured by Treasury Inflation Protected Securities, have risen and are nearer to the long-term averages, but the U.S. has an output gap that will not be closed quickly given the relatively high rate of unemployment. Although

Ticker	Price(\$)	Change(%)	Morningstar Rating	Morningstar Analyst Report
FNDAZ	10.08	-0.1	Not Rated	

Wish Morningstar Analyst reports you can get our expert Buy/Sell opinions on over 3,900 Stock and Funds? [Leather Pak does not own shares in any of the securities mentioned above. Find out about Morningstar's editorial policies.](#)

Video Reports

Investing on a Fault Line

Wondering how to pick the right 529 College Savings Plan?
[Find out what our analysts think with](#)

MorningstarPro.fr, plateforme dédiée aux professionnels

► Pas uniquement un site Internet
mais aussi des services :

- Magazine
- Formations
- Conférences
- Vidéos
- Forum/Blog
- Outils experts
- Témoignages
- Recherche
- ...



MORNINGSTAR

Témoignages d'investisseurs > Envoyer à un contact

Les Formations Institutionnelles organisées par Morningstar le 16 novembre 2011 portaient sur le thème de l'Immobilier.
En effet, cette classe d'actifs présente de nombreuses qualités en période de crise : actif tangible, produit financier simple, rendement régulier, protection contre l'inflation, actif refuge... Cette classe d'actifs, qui représente environ 4% des allocations d'actifs, suscite beaucoup de questions en ce moment :
Comment est composée aujourd'hui la poche immobilière chez les institutionnels français ?
Structurellement, quel est le poids optimal de l'immobilier dans une allocation institutionnelle à moyen/long terme ?
Conjoncturellement, quels seront les impacts de la crise actuelle sur le marché de l'immobilier ?
Et sur les différents segments : commercial, industriel, bureaux, résidentiel, tourisme... ?
Comment seront impactés les rendements et les valorisations par les différentes réglementations (HGE, BBC, SOLVENCY2...)?
Quel mode de gestion privilégié : en direct, OPCV dédié... ?

Céline SCEMAMA
Caisse des Dépôts
Responsable du portefeuille immobilier, capital investissement et participations financières

Jean-Pierre CAVE
Groupe Pasteur Mutualité
Trésorier Général

Céline GUILLY
MAAF
Gestion Actif Passif

Sylvain RIEHL
Mutuelle Générale
Maîtrise des risques financiers

Marc BERTRAND
La Française Real Estate Managers
Directeur Général

Valérie GUILLEN
La Française AM
Développement Institutionnel France, Directeur du Développement Immobilier institutionnel

Amal ABOULKHOUATEM
ACOFI
Directrice générale adjointe

Lionel TOURTIER
AFPEN
Délégué Général

Emmanuel GAUDRY
FIP
Conseiller en Gestion de Patrimoine Indépendant

Estelle GINESTY
Société Générale

Victor Kittayaso
Allianz Global Investors France

Daniel TONDU
Gestion 21

©2012 Morningstar. All rights reserved.

MorningstarPro.fr, un accès gratuit pour les professionnels

▶ [www.morningstar**pro**.fr](http://www.morningstarpro.fr)

©2012 Morningstar. All rights reserved.

MORNINGSTAR®