



# RÉGIMES DE CAPITALISATION

Tendances  
et réflexions

Printemps 2008

## Les régimes d'épargne-retraite et leur utilisation

### À l'intérieur :

- L'anticipation des marchés : acheter haut, vendre bas
- Efficaces les cotisations de contrepartie des employeurs?
- La simplification du processus d'adhésion



Bulletin sur la recherche en matière de finance comportementale à l'intention des promoteurs de régimes et de leurs conseillers.

Publié par M. Shlomo Benartzi, professeur agrégé et coprésident du *Behavioral Decision Making Group* de la *UCLA Anderson School of Management*.

[benartzi@ucla.edu](mailto:benartzi@ucla.edu)

Offert par

 Financière Manuvie

# L'anticipation des marchés : acheter haut, vendre bas

Les marchés boursiers mondiaux ont été en proie à une intense volatilité à la fin de 2007 et au début de 2008. Cette volatilité est en partie attribuable à la crise des prêts hypothécaires à haut risque qui secoue les États-Unis. Les promoteurs de régime et leurs conseillers doivent essayer de comprendre comment les épargnants – et plus particulièrement les participants à des régimes de capitalisation – réagissent face à une telle volatilité. Adoptent-ils la bonne vieille stratégie d'achat à long terme? Ou cèdent-ils plutôt à la panique en vendant lorsque les marchés s'effondrent?

Les recherches que nous avons menées, le professeur Richard Thaler et moi-même (2007), nous ont permis de cerner deux types de comportement chez les participants à des régimes de capitalisation. Premièrement, la plupart des participants laissent leur épargne-retraite intacte. Cependant, s'ils ne réagissent pas aux soubresauts des marchés (ce qui est tout à fait louable), ils rééquilibrent rarement leur portefeuille ou réévaluent rarement les taux d'épargne fixés quand tout est au beau fixe sur les marchés (ce qui est tout à fait déplorable). Autrement dit, le comportement des participants est fortement teinté d'inertie.

Deuxièmement, les participants qui réagissent aux mouvements des marchés ont tendance à se laisser entraîner dans une course au rendement. Par exemple, les nouveaux employés ont été nombreux à placer une part plus importante de leur actif dans les fonds d'actions lors du marché haussier des années 90. En revanche, dès que les marchés se sont écroulés en 2000 (marché baissier), les nouveaux employés ont allégé leurs placements en actions de 20 % comparativement aux employés qui avaient été engagés avant l'effondrement des marchés.

Ces types de comportement portent à croire que les participants anticipent mal les marchés : ils achètent quand les cours sont à leur plus haut pour ensuite revendre quand ils sont à leur plus bas. Nous avons en effet constaté que la popularité des fonds d'actions était à son apogée juste avant le krach de 2000. Nous avons également découvert que c'est en 2002, peu de temps avant la reprise des marchés, que les fonds d'actions suscitaient le moins d'intérêt auprès des participants.

Les participants ont tendance à acheter haut et à vendre bas. Ils ont placé une part plus importante de leur actif dans les actions juste avant le krach de 2000, puis une part beaucoup moins importante juste avant la reprise des marchés.

Dans le cadre d'une étude récente, le professeur Ilya Dichev (2007) a effectué des recherches astucieuses pour évaluer la façon dont les épargnants en actions avaient anticipé les marchés au cours des 80 dernières années, et ce, dans 19 pays. L'exemple suivant illustre très bien l'ingéniosité des recherches qu'il a menées.

Supposons qu'un épargnant a acheté 10 actions de la société XYZ le 1<sup>er</sup> janvier 1999 au prix de 10 \$ l'action, puis qu'il en a acheté 10 autres le 1<sup>er</sup> janvier 2000, cette fois à 30 \$ chacune. Supposons maintenant que l'épargnant a vendu ses 20 actions au prix de 10 \$ chacune, tout de suite après l'effondrement des marchés le 30 juin 2000.

Si vous leur demandiez quel rendement ils ont réalisé durant cette période, la plupart des épargnants vous diraient que leur rendement a été nul. Il s'agit là d'une réponse plutôt intuitive, l'action se négociant à 10 \$ au début et à la fin de la période. Cela dit, notre épargnant a dépensé 400 \$ pour l'acquisition de ses actions  $[(10 \$ \times 10) + (30 \$ \times 10)]$ , mais il les a vendues pour seulement 200 \$  $(10 \$ \times 20)$ . Ainsi, non seulement l'épargnant ne rentre pas dans ses frais, mais il enregistre même un rendement négatif.

Cet exemple illustre donc la différence entre les « rendements achat-conservation » et les rendements réels. Par « rendement achat-conservation », on entend les rendements réalisés au cours d'une période donnée par un épargnant qui effectue un placement, ne fait aucun retrait et n'ajoute aucune somme supplémentaire durant la période en question. Dans cet exemple, le rendement achat-conservation est nul.

Toutefois, puisque notre épargnant a souscrit des actions à deux reprises, son rendement réel ne correspond pas au rendement achat-conservation. En fait, il a acheté plus

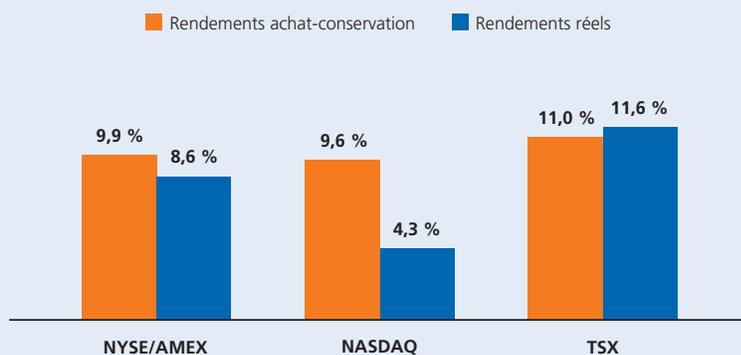
d'actions juste avant que les marchés ne chutent, et le cours de ses actions est passé de 30 \$ à 10 \$, ce qui constitue en réalité un rendement négatif. En effet, son rendement est négatif, car l'épargnant a dépensé 400 \$ pour acheter des actions qu'il a ensuite revendues pour la somme de 200 \$.

Le professeur Dichev a comparé les rendements achat-conservation aux rendements effectivement réalisés afin de déterminer dans quelle mesure les épargnants réussissaient à bien anticiper les marchés. Comme je l'ai moi aussi constaté dans mes travaux avec Thaler, Dichev a découvert que les épargnants ont tendance à acheter quand les cours sont à leur plus haut, puis à vendre quand ils sont à leur plus bas. Les rendements réels sont en fait beaucoup moins élevés que les rendements achat-conservation.

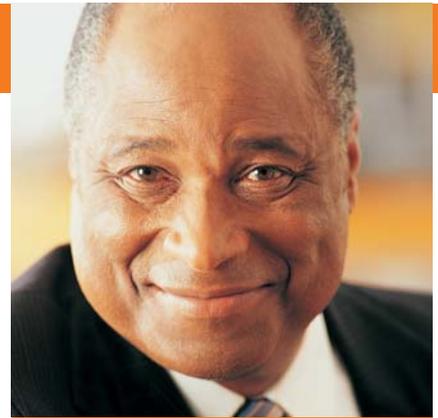
Tel que l'indique la figure 1, les épargnants privilégiant une stratégie d'achat et de conservation qui auraient acheté des actions à la Bourse de New York auraient pu réaliser un rendement annuel de 9,9 %, mais les épargnants n'ont en fait obtenu qu'un rendement de 8,6 %. Dans le cas du NASDAQ, l'écart est encore plus grand, car les épargnants auraient pu réaliser un rendement de 9,6 % en conservant leur placement, mais ils se sont contentés d'un maigre 4,3 %. D'ailleurs, on pourrait même avancer que les épargnants auraient enregistré des rendements semblables en plaçant leurs billes dans un compte du marché monétaire ou dans un compte garanti, ce qui aurait été beaucoup moins risqué.

Les épargnants privilégiant une stratégie d'achat et de conservation qui auraient acheté des actions sur le NASDAQ auraient pu réaliser un rendement de 9,6 %, mais ils n'ont obtenu qu'un rendement réel de 4,3 % à cause d'une mauvaise anticipation des marchés.

**FIGURE 1 : TAUX DE RENDEMENT DES ÉPARGNANTS**



Le professeur Dichev a noté des résultats semblables sur d'autres marchés internationaux. Au Royaume-Uni, par exemple, les adeptes de l'achat-conservation auraient pu réaliser un rendement de 13,8 %, mais les gains enregistrés ont été de seulement 12,7 %. Parmi les autres marchés étudiés, 17 sur 18 affichent des rendements réels inférieurs aux rendements achat-conservation.



Le Canada a été le seul à faire bande à part à cet égard, mais il ne faut pas conclure qu'il s'agit nécessairement d'une indication du comportement des épargnants. Premièrement, l'écart entre les rendements réels et les rendements achat-conservation était négligeable et peut très bien être le résultat du hasard. Deuxièmement, dans le cadre d'une étude qui porte sur 20 marchés, il est tout à fait plausible qu'un marché affiche des résultats contrastants de façon purement accidentelle.

Bref, les épargnants achètent quand les cours sont à leur plus haut, puis ils revendent quand ils sont à leur plus bas. Dans la très grande majorité des cas, ils auraient pu réaliser de bien meilleurs rendements en s'en tenant à une stratégie d'achat à long terme. Il y a donc lieu de se demander ce qui peut être fait pour inciter les participants à des régimes de capitalisation à opter pour une telle stratégie.

Selon moi, la formation et la communication devraient mettre davantage l'accent sur la valeur d'une perspective à long terme en matière de placement, tout en minimisant l'importance des résultats à court terme. Par exemple, les relevés de compte des participants pourraient mettre en lumière les rendements à long terme plutôt que les rendements trimestriels ou même annuels. En effet, le simple fait d'indiquer aux participants le rendement qu'ils ont obtenu sur trois mois les incite à privilégier les fonds hyperperformants, ce qui les fera inévitablement acheter haut et vendre bas.

## Efficaces les cotisations de contrepartie des employeurs?

Les employeurs dépensent souvent beaucoup d'argent pour verser des cotisations en contrepartie de celles que versent leurs employés à leur régime d'épargne-retraite. Aux États-Unis, la tendance générale chez les employeurs est de verser 50 cents pour chaque dollar que l'employé verse au régime, à concurrence de 6 % du salaire. Ainsi, l'employé qui verse 6 % de son salaire au régime bénéficie d'une cotisation complémentaire de l'employeur égale à 3 % de son salaire. Qui plus est, les cotisations de contrepartie des employeurs du Royaume-Uni sont encore plus généreuses.

Compte tenu du coût élevé des cotisations des employeurs – dans un contexte de ressources très limitées – les promoteurs de régime s'interrogent souvent sur l'utilité de leurs cotisations de contrepartie. Plus précisément, nombre de promoteurs de régime se demandent si leurs cotisations ont vraiment pour effet d'accroître la participation au régime et si elles encouragent les participants à cotiser davantage à leur régime.

Si de nombreuses études se sont penchées sur ces questions des plus importantes, les résultats sont toutefois loin d'être concluants. Pour certains chercheurs, les cotisations de contrepartie des employeurs n'ont pratiquement aucun effet sur le comportement des employés. D'autres avancent toutefois qu'elles stimulent la participation au régime, mais que le taux de cotisation des employeurs n'a pas d'importance.

Afin de mieux comprendre cette dissension, jetons un coup d'œil aux méthodes de recherche utilisées dans le cadre de ces études. La plupart des études reposent sur une analyse *transversale* – ce qui veut dire que les chercheurs ont comparé diverses sociétés au cours d'une période donnée. Ils auraient donc pu, par exemple, comparer des sociétés qui ne versaient pas des cotisations de contrepartie à des sociétés qui, elles, versaient de généreuses cotisations pour le compte de leurs employés.

Les études menées par le passé n'ont pas été concluantes quant à l'efficacité des cotisations de contrepartie.

Cela dit, la principale difficulté pour quiconque veut évaluer et interpréter les résultats d'une analyse transversale réside dans le fait que le taux des cotisations de contrepartie ne peut être dissocié des caractéristiques propres aux employés ou à l'entreprise en tant que telle. Par exemple, la société qui affiche un taux élevé de roulement du personnel et dont les employés épargnent peu pourrait verser des cotisations de contrepartie généreuses pour accroître la participation au régime. Le taux de participation pourrait toutefois demeurer faible – malgré la générosité de l'employeur – puisque les employés ne sont tout simplement pas très portés sur l'épargne.

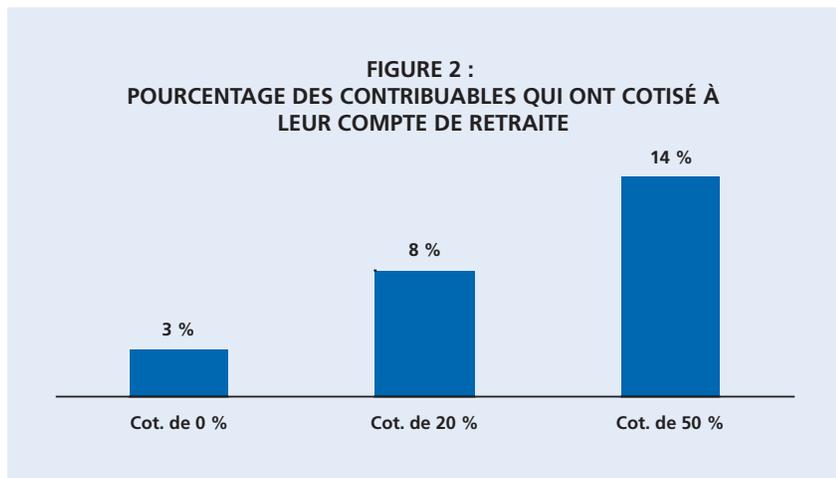
Peu d'études ont tenté d'utiliser des *séries chronologiques* de données – c'est-à-dire d'analyser le même régime avant et après que le taux des cotisations de contrepartie ait été modifié de façon marquée. Dans le cas des études reposant sur des séries chronologiques de

données, leur principal problème a trait au fait que lorsqu'on change le taux des cotisations de contrepartie, d'autres changements sont souvent apportés au régime, ce qui fait qu'il est très difficile de mesurer l'effet réel du nouveau taux de cotisation.

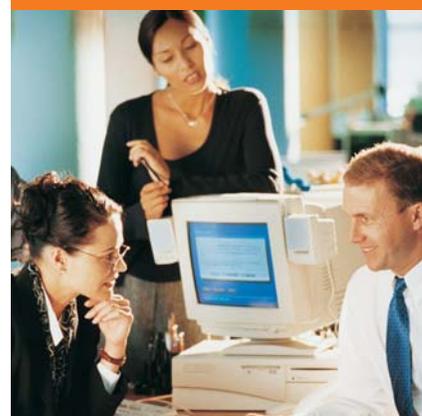
Une étude menée par Duflo et une équipe de chercheurs (2006) a procédé de façon novatrice, et je pense que la méthode utilisée a donné des résultats plus probants. Duflo et son équipe ont mené une expérience sur le terrain dans le cadre de laquelle des participants étaient répartis au hasard dans un groupe sans cotisations de contrepartie, dans un groupe où la cotisation de contrepartie était de 20 % et dans un dernier groupe où la cotisation de contrepartie était de 50 %. Il est à noter que la répartition au hasard des participants et l'utilisation des différents taux de cotisation font en sorte que le taux des cotisations de contrepartie et les caractéristiques des employés ne sont liés d'aucune façon.

Les participants étaient des employés à faible ou moyen revenu qui produisaient leur déclaration de revenus par l'intermédiaire d'un spécialiste en la matière. Le spécialiste a offert à chaque participant la possibilité de cotiser à son compte de retraite. Un logiciel a par la suite choisi au hasard le taux des cotisations de contrepartie offert à chaque participant, soit 0 %, 20 % ou 50 %, et les cotisations de contrepartie maximales s'élevaient à 1 000 \$.

La figure 2 montre l'effet du taux des cotisations de contrepartie sur les cotisations versées par les participants. Parmi ceux qui ne bénéficiaient d'aucune cotisation de contrepartie, seulement 3 % ont versé une cotisation, contre 8 % pour ceux qui recevaient une cotisation de contrepartie de 20 % et 14 % pour ceux dont la cotisation de contrepartie s'élevait à 50 %.



Les chercheurs ont également constaté que les ménages qui profitaient d'une cotisation de contrepartie versaient une cotisation de 1 102 \$, tandis que ceux qui ne bénéficiaient d'aucune cotisation de contrepartie se contentaient de verser 765 \$ à leur compte. De plus, la hausse du taux des cotisations de contrepartie de 20 % à 50 % n'a pas eu pour effet d'augmenter la somme versée, car la cotisation moyenne dans ce dernier cas était de 1 108 \$, soit seulement 6 \$ de plus.



Les cotisations de contrepartie encouragent certaines personnes à épargner, mais elles laissent la plupart des gens indifférents.

C'est donc dire que la décision de l'employeur de verser des cotisations de contrepartie améliore la participation au régime, tout en augmentant le montant des cotisations versées par les employés. De plus, si l'employeur se montre encore plus généreux, les employés seront plus enclins à participer au régime d'épargne.

Il n'est pas étonnant que les incitatifs aient un effet stimulant sur certains employés. Cela dit, il est surprenant (et déplorable) qu'en dépit de la possibilité de profiter d'une cotisation de contrepartie de 50 % et d'une bonne motivation pour épargner, plus de 8 employés sur 10 n'ont pas cotisé à leur compte. Les promoteurs de régime et leurs conseillers doivent donc chercher de nouvelles façons d'accroître la participation à leurs régimes, comme la simplification du processus d'adhésion, l'adhésion automatique et l'augmentation automatique de l'épargne.

## La simplification du processus d'adhésion

Les promoteurs de régime et leurs conseillers essaient souvent d'augmenter le taux de participation à leurs régimes. L'adhésion automatique, caractéristique très répandue aux États-Unis qui gagne en popularité au Canada, est une méthode très efficace pour gonfler la participation au régime. En revanche, certains jugent que l'adhésion automatique est une manifestation de paternalisme de la part des promoteurs de régime, ce qui incite ces derniers et leurs conseillers à explorer d'autres avenues pour accroître la participation.

Les travaux prééminents de Iyengar et Kamenica (2006) ont démontré que la simplification avait pour effet de stimuler la participation aux régimes. Plus précisément, leur étude a révélé que certains employés sont tout simplement dépassés par le nombre de fonds de placement qui leur sont offerts dans le cadre de leur régime, et que les régimes qui offrent un trop vaste assortiment de fonds de placement affichent en général un faible taux de participation.

La simplification favorise la participation.

Une étude menée en 2006 par Beshears et une équipe de chercheurs portait sur la simplification du processus d'adhésion. En règle générale, adhérer à un régime de retraite implique un grand nombre de décisions. Plus exactement, les employés doivent décider s'ils veulent adhérer au régime, déterminer combien ils épargneront et apprendre comment investir dans les différents fonds offerts. Ce n'est donc pas étonnant que la plupart des employés trouvent ces décisions trop compliquées. D'ailleurs, même les économistes chevronnés n'arrivent pas à s'entendre sur ce qui constitue un taux d'épargne approprié, sans compter que la répartition optimale du portefeuille en laisse plusieurs perplexes.

Dans leur étude, Beshears et son équipe ont analysé un processus d'adhésion simplifié dans le cadre duquel l'employé n'avait qu'une seule décision à prendre : veut-il oui ou non participer au régime. Les employés qui décident d'adhérer au régime peuvent s'en tenir au taux d'épargne par défaut (2 %) et à la répartition de l'actif par défaut (50 % dans un fonds de marché monétaire et 50 % dans un fonds équilibré), ce qui leur facilite grandement la tâche.

Les résultats figurant dans le tableau 1 confirment que la simplification favorise la participation aux régimes. Pour le régime étudié, le taux de participation en vertu du processus d'adhésion classique était exceptionnellement faible – 5 % après un mois de service et 10 % après quatre mois de service. En revanche, le taux de participation après la mise en œuvre du processus d'adhésion simplifié était beaucoup plus élevé – 19 % après un mois de service et 35 % après quatre mois de service.

TABLEAU 1	Adhésion classique	Adhésion simplifiée
Participation après un mois	5 %	19 %
Participation après quatre mois	10 %	35 %

Deux aspects méritent d'être abordés. D'abord, les participants ont tendance à s'en tenir aux options de placement par défaut de leur régime. Par exemple, 73 % des nouveaux employés ont choisi la répartition de l'actif par défaut, 50 % de leur actif étant placé dans un fonds de marché monétaire et 50 % dans un fonds équilibré. Toutefois, pratiquement aucun employé engagé alors que le processus d'adhésion classique était en vigueur n'a choisi cette répartition de l'actif.

Puisque les fonds par défaut sont très « populaires », les promoteurs de régime et leurs conseillers doivent les choisir avec beaucoup de soin, car la plupart des employés risquent de s'en contenter machinalement.

Deuxièmement, si la simplification a un effet extraordinaire sur la participation au régime, l'effet de l'adhésion automatique est encore plus remarquable. L'adhésion automatique demeure en effet la méthode la plus efficace pour améliorer la participation au régime.

Bref, la simplification augmente la participation. Bien que les études que j'ai passées en revue s'attardaient principalement au processus d'adhésion, je pense que la simplification peut s'appliquer de façon plus large.

Par exemple, les promoteurs et les fournisseurs de régimes de retraite devraient tenter de voir s'ils pourraient simplifier leurs sites Web. Dans les faits, il arrive souvent que les opérations en ligne exigent un trop grand nombre de clics. Ils n'ont qu'à se poser ces quelques questions : Est-ce facile d'adhérer au régime par voie électronique? Est-ce suffisamment simple de rééquilibrer un portefeuille en ligne? Est-ce facile de se renseigner au sujet des diverses options de revenu de retraite en ligne?

Il suffit de regarder un nouvel employé suivre le processus d'adhésion, et vous pourriez découvrir quelques aspects qui profiteraient sur-le-champ d'une simplification.

Nous espérons que vous avez apprécié ce numéro de *Régimes de capitalisation – Tendances et réflexions*. Vous pouvez faire parvenir vos commentaires, suggestions et rétroactions au soussigné à [benartz@ucla.edu](mailto:benartz@ucla.edu)



Shlomo Benartzi, Ph.D

## RÉFÉRENCES

Benartzi, Shlomo, et Richard H. Thaler, 2007, « Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior », *Journal of Economic Perspectives* 21.3, pp. 81-104.

Beshears, John, James J. Choi, David Laibson, et Brigitte C. Madrian, 2006, « Simplification and Saving », NBER Working Paper No. 12659, <http://www.nber.org/papers/w12659>

Dichev, Ilija D., 2007, « What are Stock Investors' Actual Historical Returns? Evidence from Dollar-Weighted Returns », *The American Economic Review* 97.1, pp. 386-401.

Duflo, Esther, William Gale, Jeffrey Liebman, Peter Orszag, et Emmanuel Saez, 2006, « Saving Incentives for Low- and Middle-Income Families: Evidence from a Field Experiment with H&R Block », *The Quarterly Journal of Economics* 121.4, pp. 1311-1346.

Iyengar, Sheena S., et Emir Kamenica, 2006, « The Psychological Costs of Ever Increasing Choice: A Fallback to the Sure Bet », Working Paper, Columbia University, <http://www.columbia.edu/~ss957/psychological%20costs.pdf>

Les produits et services fournis par Solutions Épargne et retraite collectives sont offerts par la Financière Manuvie (La Compagnie d'Assurance-Vie Manufacturers).

Le nom Financière Manuvie et le logo qui l'accompagne sont des marques de service et de commerce déposées réservées à l'usage de La Compagnie d'Assurance-Vie Manufacturers et de ses sociétés affiliées, y compris la Société Financière Manuvie.

(02/2008)

 **Financière Manuvie**  
Avec vous, à chaque étape<sup>MD</sup>