

---

# LES CAHIERS DU CENTRE

*Numéro 45*

2020  
JUN

---

## **CAHIERS DU CENTRE**

Revue publiée par le Centre des Professions Financières

### **Centre des Professions Financières**

6 avenue Mac Mahon - 75017 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

### **Présidents du comité de rédaction**

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

### **Responsable de la publication**

Catherine CHEVASSUT

[c.chevassut@professionsfinancieres.com](mailto:c.chevassut@professionsfinancieres.com)

\* \* \*

---

## Sommaire

### Éditorial

Jean-Pierre MAUREAU, Président du Club des Investisseurs de Long Terme et Président de l'Académie de Comptabilité.....5

### La localisation des investissements commerciaux : Une comparaison France-Allemagne

Recteur Gérard-François DUMONT, Professeur à Sorbonne Université..... 10

### Peut-on supprimer les taux d'intérêts pour éviter d'avoir à servir une dette monumentale ?

Jacques de LAROSIÈRE, ancien Gouverneur de la Banque de France et ancien Directeur Général du FMI ..... 18

### Les deux dangers majeurs qui nous menacent

Jean-Jacques PERQUEL, Président d'honneur de l'Académie de Comptabilité et du groupe Veille Réglementaire et Comptable du CILT ..... 21

### Après le temps de l'endettement, le défi du renforcement des fonds propres

Jean-Louis MULLENBACH, Président de l'Académie de Comptabilité..... 28

### L'accroissement du SCR spread du fait de la dégradation des signatures menace-t-il la solvabilité des assureurs ?

Michel PIERMAY, Président de Fixage et membre de ce groupe de travail de l'Académie de Comptabilité ..... 32

### Le Temps d'après

Auteur anonyme..... 39

### Peut-on construire un monde meilleur en maintenant le capitalisme financier ?

---

Lionel TOURTIER, Président du Think Tank Génération E.R.I.C. ....	43
<b>Y a-t-il encore un devenir pour une réforme systémique des retraites ?</b>	
Ernest BERTHET, Directeur général honoraire des services du Sénat, Président du groupe de travail « Recherches Académiques et Partenariats » (RAP) du CILT et spécialiste reconnu de ces organismes.....	54
<b>La Vérité</b>	
Jean-Pierre LOUBINOUX, Directeur Général Honoraire de l'Union Internationale des Chemins de Fer	
La Vérité .....	64
Prudence, Prévention, Précaution .....	65
Solidarité .....	66

---

## Editorial : Jean-Pierre MAUREAU

*« Il en est du gouvernement européen, comme des gouvernements nationaux, il ne peut avoir d'action sans une volonté commune à tous ses membres.*

*Or, cette volonté de corps qui, dans un gouvernement national, naît du patriotisme national, dans le gouvernement européen ne peut provenir que d'une grande généralité de vues, d'un sentiment plus étendu, qu'on peut appeler le patriotisme européen.*

*C'est l'institution qui forme les hommes, disait Montesquieu : ainsi, ce penchant qui fait sortir le patriotisme hors des bornes de la patrie, cette habitude de considérer les intérêts de l'Europe, au lieu des intérêts nationaux, sera, pour ceux qui doivent former le Parlement européen, un fruit nécessaire à son établissement.*

*Il est vrai ; mais aussi ce sont les hommes qui font l'institution, et l'institution ne peut s'établir si elle ne les trouve tout formés d'avance, ou du moins préparés à l'être.*

*C'est donc une nécessité de n'admettre dans la chambre des députés du parlement européen, c'est-à-dire dans l'un des deux pouvoirs actifs de la constitution européenne, que des hommes qui, par des relations plus étendues, des habitudes moins circonscrites dans le cercle des habitudes natales, des travaux dont l'utilité n'est point bornée aux usages nationaux, et se répand sur tous les peuples, sont plus capables d'arriver bientôt à cette généralité de vue qui doit être l'esprit de corps, à cet intérêt général qui doit être l'intérêt de corps du parlement européen.*

*Des négociants, des savants, des magistrats et des administrateurs doivent être appelés seuls à composer la chambre des députés du grand parlement.*

*En effet tout ce qu'il y a d'intérêts communs à la société européenne peut être rapporté aux sciences, aux arts, à la législation, au commerce, à l'administration et à l'industrie... »*

*Claude-Henri de Rouvroy Comte de Saint Simon et Augustin Thierry, « De la réorganisation de la société européenne ou de la nécessité et des moyens de rassembler les peuples de l'Europe en un seul corps politique en conservant à chacun son indépendance nationale »*

**DELAUNAY**, 1814. Reproduit dans la réorganisation de la société européenne, Les Presse françaises, 1925, P. 46-47

---

1814, en Europe, les anciens régimes vacillent, le Traité de Vienne allait, un an plus tard, leur donner, pour un temps, une assise nouvelle. Mais déjà l'industrie, à ses premiers balbutiements, laissait entrevoir des changements profonds qui allaient changer radicalement la face du monde.

2020, cette même vieille Europe, connaît une pandémie mondiale d'une importance inédite, mais trouve, au cœur de cette épreuve, une nouvelle solidarité, scellée par les Présidentes de la Commission Européenne et de la Banque Centrale Européenne.

1. L'Europe reste, et c'est heureux, riche de mille particularismes. Le **Recteur Gérard-François DUMONT**, *Professeur à Sorbonne Université*, avec un exemple concret et significatif, illustre des réalités du quotidien qui, loin des grands sujets politiques et économiques, ont façonné très différemment la vie quotidienne et par là, les liens sociaux de voisins proches (art.1).

2. Face au cocktail détonnant d'une formidable révolution technologique et d'un vieillissement inédit des populations, l'explosion du surendettement dépasse de très loin ce qui avait été rendu nécessaire en temps de guerre, **Jacques de LAROSIÈRE**, *Membre de l'Institut, Gouverneur Honoraire de la Banque de France, Ancien Directeur Général du Fonds Monétaire International*, nous fait à nouveau l'honneur de partager son analyse du sujet ; le besoin de fonds propres des entreprises ne doit pas être oublié, le risque de nationalisation rampante des Économies est réel (art.2).

---

3. **Jean-Jacques PERQUEL**, *Président d'Honneur de l'Académie de Comptabilité et du groupe Veille Réglementaire et Comptable du CILT*, analyse deux des principaux dangers qui menacent notre Économie, occasion de les exorciser, de les dépasser et d'entrevoir les pistes de la reprise (art.3).

4. **Jean-Louis MULLENBACH**, *nouveau Président de l'Académie de Comptabilité*, nous dit pourquoi, dans une démarche très proche de celle du CILT, l'Académie a créé un nouveau groupe de travail dédié à l'étude de solutions pour les fonds propres des entreprises. Les besoins plus spécifiques d'un grand nombre d'entre elles demandent des réponses nouvelles ; celles-ci doivent, dans une forme adaptée, séduire les investisseurs particuliers et les institutionnels (art.4).

5. **Michel PIERMAY**, *Président de Fixage et membre de ce groupe de travail de l'Académie de Comptabilité*, précise, utilement dans le contexte actuel, un aspect réglementaire important, nécessaire à la bonne compréhension des contraintes des entreprises d'assurance soumises à Solvabilité II (art.5).

6. L'article 6 constitue une première, je n'en dénonce pas l'auteur, je vous dirais seulement que c'est un des grands patrons d'un groupe de la Place. Il nous livre ses réflexions sur le « temps d'après », de nouvelles promesses de l'aube ; les germes d'espoir ne sont jamais semés au hasard (art.6).

---

7. Financer sainement les entreprises avec des visées de long terme est devenu un exercice difficile dans un système sur financiarisé, fragilisé par les dettes. Pour **Lionel TOURTIER**, *Président du Think Tank Génération E.R.I.C.*, il est urgent, et ce n'est pas qu'une exigence morale, de maintenir ou de reconstruire la dimension sociale, pour ne pas dire plus simplement, humaine de la vie des entreprises (art7).

8. Afin d'introduire le colloque « Le rôle économique et social des organismes de retraite français - un nouveau chemin. » organisé par le CILT et qui aura lieu le 1er juillet 2020, **Ernest BERTHET**, *Directeur général honoraire des services du Senat, Président du groupe de travail « Recherches Académiques et Partenariats » (RAP) du CILT et spécialiste reconnu de ces organismes*, nous rappelle les raisons d'une réforme et nous présente les initiatives exemplaires de la majorité des caisses pour faire face à la crise actuelle. Il esquisse aussi quelques pistes réalistes pour avancer vers une réforme réaliste du système (art.8).

9. À la suite de la citation d'Alain introduisant le numéro 44 des Cahiers, **Jean-Pierre LOUBINOX**, *Directeur Général Honoraire de l'Union Internationale des Chemins de Fer*, fin connaisseur des différentes facettes de notre planète, nous fait l'amitié de nous donner trois poèmes sur la vérité, la liberté et l'humilité, je les partage volontiers avec vous. (art.9).



---

Nous avons appris, avec une grande tristesse, le décès d'**Alain LECLAIR**, grande figure de la Place. Nous nous associons aux hommages qui lui sont rendus et saluons son rôle fort en faveur de la professionnalisation de la gestion d'actifs financier, notamment à la Présidence de l'AFG qu'il avait assuré douze années durant. Nous adressons toutes nos condoléances à sa famille.

Nous continuons, avec les Cahiers du Centre, de rester en lien avec vous.

Bonne lecture,

**Jean-Pierre MAUREAU**,  
*Co-président des Cahiers du Centre, Président du CILT*

---

## **La localisation des investissements commerciaux : Une comparaison France-Allemagne**

*Recteur Gérard-François DUMONT, Professeur à Sorbonne Université, Président de la revue Population & Avenir ([www.population-et-avenir.com](http://www.population-et-avenir.com)) Auteur de Les territoires français : diagnostic et gouvernance (Armand Colin).*

**Avant que le commerce en ligne ne se développe, se traduisant par de lourds investissements dans des sites internet et la logistique, le commerce repose essentiellement sur du foncier et de l'immobilier, dont la localisation a évolué. Mais cette évolution a-t-elle été la même en France et en Allemagne ?**

Dans ces deux pays, jusqu'au milieu des années 1960, l'essentiel de l'activité commerciale des villes s'inscrit dans l'espace de leur centre-ville. L'espace central y conserve le monopole commercial qu'il exerce sur les produits anomaux<sup>1</sup>. La grande distribution y est présente, qu'il s'agisse de magasins populaires, de grands magasins ou de supermarchés. Des commerces spécialisés dans l'équipement de la maison, de grandes ou moyennes surfaces, se trouvent aussi en centre-ville.

---

<sup>1</sup> L'anomalisation s'applique à des produits élaborés, d'achat peu fréquent (vêtements, bijoux, alimentation exotique, etc.). On oppose les produits anomaux (centre-ville, centre commerciaux) aux produits banaux (commerce de proximité).

---

## **De gros investissements dans les périphériques des villes françaises**

À compter des années 1960, en France, des changements considérables de localisation du commerce s'effectuent<sup>2</sup>. Dans la grande agglomération parisienne, une quinzaine de centres commerciaux, comme Belle-Epine, Créteil-Soleil, Les quatre Temps à La Défense..., se localisent en banlieue dans les communes périurbaines dans le cadre d'opérations mises en œuvre par des promoteurs commerciaux.

Le phénomène se répand dans tout l'Hexagone et les grandes implantations commerciales périphériques sont très aisément visibles sur les territoires dans toutes les villes, grandes moyennes ou petites. Par exemple, l'agglomération de Nantes, 650 000 habitants, est entourée de cinq grandes zones commerciales qui, ensemble, représentent une part de l'activité commerciale largement supérieure à celle du centre-ville. À Poitiers, agglomération de taille moyenne de 130 000 habitants, les vastes zones commerciales situées au nord, au sud-est et au sud-ouest de l'agglomération, concurrencent triplement le centre-ville : elles attirent les habitants des périphéries urbaines, des territoires ruraux de la Vienne, et également ceux du centre de l'agglomération. À Guéret dans la Creuse, deux grands hypermarchés bordent le nord et le sud de cette petite agglomération de 15 000 habitants, pendant que de nombreux pas de porte du cœur de ville sont des friches commerciales attendant un éventuel repreneur. Partout, les nouvelles localisations commerciales s'effectuent au gré des opportunités foncières, en prenant en compte les accès routiers, les rocade, les pénétrantes

---

<sup>2</sup> Cf. par exemple : Desse, René-Paul, « Aménagement et commerce dans les villes françaises », dans : Dumont, Gérard-François (direction), *La France en villes*, Paris, Armand Colin Sedes CNED, 2010.

---

ou les nœuds entre rocales et pénétrantes déjà réalisés ou en projet<sup>3</sup>.

### **Des essais réitérés de régulation ayant fait long feu**

L'actuel paysage commercial périphérique français de 2020 ne date donc, pour ses localisations les plus anciennes, que d'un tiers de siècle. Il se trouve fortement standardisé, avec les grandes enseignes nationales et une disparité de panneaux publicitaires. Face aux nombreux déséquilibres spatiaux engendrés par ces nouvelles formes de la distribution, des processus de régulation de l'essor commercial ont été mis en œuvre par les pouvoirs publics.

En 1973, la loi Royer sur l'orientation du commerce et de l'artisanat, veut créer une rupture, en permettant l'intervention de l'État et des collectivités locales. Cette loi Royer est votée dans un contexte favorable à l'intervention de l'État, aux fins de réduction des divergences d'intérêt, notamment entre la grande distribution naissante et les « petits commerçants » de centre-ville. Depuis 1973, cette loi a subi nombre d'évolutions réglementaires accompagnées souvent de changement de sigles. Mais, en réalité, en dépit parfois de quelques ralentissements dans l'essor périphérique de l'urbanisme commercial, aucune véritable modification n'est intervenue dans le rythme des ouvertures commerciales éloignées des centres-villes de l'Hexagone. Le formalisme législatif et réglementaire des textes, couplé à un laxisme apparent des Commissions départementales chargées de statuer sur les équipements commerciaux, n'a guère permis de s'interroger sur l'équilibre géographique entre le centre et les

---

<sup>3</sup> Cf. d'autres exemples dans : Dumont, Gérard-François, *Les territoires français. Diagnostic et gouvernance*, Paris, Armand Colin, 2018.

---

périphéries, sur la mixité fonctionnelle... Quant aux gouvernements, ils se sont montrés généralement plutôt favorables à la croissance en périphérie des grands groupes de la distribution, pensant que cela permettrait de baisser les prix à la consommation et donc d'améliorer le pouvoir d'achat des Français, et notamment de ceux habitant les grands ensembles d'habitat collectif des périphéries, au pouvoir d'achat moyen voire faible. C'est oublier les capacités d'attraction et de promotion commerciale des linéaires, et notamment des têtes de gondole, qui conduisent très souvent à acheter davantage que le nécessaire et donc... à amputer le pouvoir d'achat pour des biens ou des services qui pourraient être plus utiles.

Ainsi, en France, l'émergence, puis la montée en puissance du commerce périphérique constituent l'élément majeur de l'évolution commerciale des dernières décennies. Depuis les années 1960, la France est passée du modèle d'urbanisme commercial privilégiant les rues des centres-villes, intégré depuis longtemps au tissu urbain, au modèle du centre commercial périphérique représentant une très importante part de marché.

### **L'Allemagne soucieuse de ne pas dévitaliser ses centres-villes...**

Or l'Allemagne a évolué différemment dans le souci de préserver des centralités de taille variable et, en leur sein, des centres-villes vivants. Ceci se trouve particulièrement mis en évidence par les limites apportées à la possibilité d'y développer des centres commerciaux excentrés, d'où une géographie commerciale qui n'a pas dévitalisé nombre de centres-villes comme en France. Des règles d'urbanisme commercial ont été élaborées et mise en œuvre dans ce sens d'abord par la Rhénanie du Nord et le Bade-

---

Wurtemberg, avant d'être imité par les autres Länder, ces derniers étant en tant qu'États fédérés au sein d'une Allemagne fédérale, responsable de l'urbanisme.

Ainsi, pour la vente de produits de consommation courante, les projets d'implantation ne peuvent être autorisés, conformément à la réglementation de l'urbanisme<sup>4</sup>, que s'ils remplissent deux conditions : se localiser dans une zone commerciale située dans la partie centrale d'une ville et ne pas porter atteinte au bon fonctionnement de l'ensemble commercial situé dans la partie d'une ville ou d'une commune avoisinante. Cette dernière condition est supposée satisfaite si le chiffre d'affaires prévisionnel est inférieur, pour tout ou partie, au pouvoir d'achat correspondant des habitants de la région.

Pour les autres produits, donc ceux qui ne sont pas de consommation courante, les projets d'activités commerciales peuvent être localisés en dehors des zones commerciales centrales. Mais ceci n'est autorisé que si le lieu d'implantation choisi se situe dans une zone désignée par le schéma d'urbanisme comme « zone d'implantation générale ». Le volume des marchandises relevant des catégories « consommation courante » et « commerce de proximité » ne doit toutefois pas, alors, dépasser 10 % de la surface de vente, avec un plafond fixé à 2 500 m<sup>2</sup>.

---

<sup>4</sup> Piron, Michel, *Rapport sur l'urbanisme commercial*, Assemblée nationale, n° 2566, 2010.

---

### **...quitte à froisser la Commission européenne**

La Commission européenne a menacé l'Allemagne d'une procédure en manquement à la directive services<sup>5</sup>. En réponse, le gouvernement fédéral a précisé sa conception fort élaborée des questions d'aménagement du territoire<sup>6</sup> et d'urbanisme : « Les villes doivent être des points de cristallisation et des moteurs du développement économique, culturel et social. Elles ne le peuvent que si leurs potentiels sont renforcés et si l'aménagement du territoire veille à ce que les investissements considérables engagés par les pouvoirs publics dans les infrastructures matérielles et sociales ne sont pas dévalorisés par un processus continu de sous-urbanisation. [...] Les villes doivent demeurer compactes et caractérisées par des trajets courts. Elles doivent avoir une limite d'urbanisation identifiable et ne pas empiéter davantage sur leur environnement<sup>7</sup> ».

« Les magasins d'usine dont la surface de vente dépasse 5 000 m<sup>2</sup> ne peuvent être autorisés que lorsque l'implantation est envisagée dans une commune de plus de 100 000 habitants ». Cela permet d'exclure des implantations dans des communes périurbaines. Un rapport de l'Assemblée nationale examinant l'urbanisme commercial en Allemagne conclut ainsi : « Le choix de l'Allemagne est en réalité celui d'une régulation qui permet à la liberté du commerce de proximité de s'exprimer sans être écrasée

---

<sup>5</sup> Parmi les dispositions de la directive 2006/123/CE sur le marché des services, la vérification de l'existence du « besoin économique » (procédure coûteuse imposant à une entreprise de prouver aux autorités qu'elle ne « déstabilise » pas la concurrence locale) n'est pas permise.

<sup>6</sup> Dumont, Gérard-François, « L'aménagement du territoire en Allemagne et en France : des divergences spatiales et opérationnelles », *Allemagne d'aujourd'hui*, n° 135, janvier-mars 1996.

<sup>7</sup> Lettre du gouvernement de la République fédérale d'Allemagne à la Commission européenne, 28 août 2009.

---

par d'autres formes de distribution. C'est également le choix d'une ville durable, faite pour l'homme et non pour la voiture. Alors que le vieillissement de la population semble inéluctable, se préoccuper du maintien d'un approvisionnement de proximité est-il si saugrenu ? »<sup>8</sup>. On est loin de ces villes françaises dont les centres se trouvent réduits, voire dévitalisés au plan commercial à la suite de l'installation en périphérie de vastes surfaces de vente.

Le passage de la lettre reproduit ci-dessus illustre l'ambition de conserver une organisation territoriale à la fois décentralisée et concentrée (*Dezentrale Konzentration*), et ceci, à toutes les échelles. Il s'agit de préserver et même de valoriser, grâce aux réglementations d'aménagement et d'urbanisme, la structure historique de l'armature urbaine.

\*\*\*

La comparaison de la localisation des investissements commerciaux entre la France et l'Allemagne est donc nette. La France a laissé une part majoritaire des investissements commerciaux s'effectuer dans les périphéries des villes<sup>9</sup>. D'où certaines décisions, comme l'opération intitulée Cœur de ville lancée par le gouvernement d'Édouard Philippe en mars 2018,

---

<sup>8</sup> Piron, Michel, *op. cit.*

<sup>9</sup> Une politique en outre apparemment guère favorable au commerce français lorsque l'on constate les Alsaciens privilégier les commerces de Fribourg-en-Brisgau, les Nordistes les commerces dès la frontière belge ou les Français très nombreux à acheter dans les commerces espagnols au Col d'Ibardin sur le territoire espagnol de la Navarre.



---

avec l'espoir de revitaliser les centres-villes, en accord avec le souci d'œuvrer en termes de développement durable<sup>10</sup>. Mais les résultats restent limités après des décennies de changements structurels dans la localisation des investissements commerciaux. L'Allemagne, par une politique volontariste, a continué à faire en sorte de privilégier ses cœurs de villes.

Face au développement du commerce en ligne, face au risque de saturation de l'offre commerciale périphérique existant en France, des investissements commerciaux s'orientent désormais vers la une meilleure qualité des sites périphériques, vers une fonctionnalité plus grande de leur site de vente en ligne et les questions logistiques.

Mais n'y a-t-il pas toujours une place pour des lieux commerciaux où il fait bon d'aller, de prendre conseil auprès de professionnels compétents, de tisser du lien social ? Cela suppose des investissements – y compris en réhabilitation - pour le cadre urbanistique, pour la qualité immobilière, pour la formation des vendeurs, dans une logique d'offre commerciale en des lieux qui soient aussi des espaces de vie sociale et de rencontre.

---

<sup>10</sup> Guieysse, Jean-Albert, « Territoires périurbains et ville durable », *Population & Avenir*, n° 726, janvier-février 2016.

---

## **Peut-on supprimer les taux d'intérêts pour éviter d'avoir à servir une dette monumentale ?**

*Jacques de LAROSIÈRE, ancien Gouverneur de la Banque de France et ancien Directeur Général du FMI*

Faut-il abolir le taux d'intérêt ? Dans la situation présente, caractérisée par les conséquences d'une politique monétaire hyper accommodante pendant trop longtemps, l'économie tout entière est surendettée, défiant tous les records observés en temps de paix.

Face à cette situation sans précédent, on voit se multiplier les articles préconisant une monétisation par l'achat des banques centrales de toutes les nouvelles émissions obligataires et des taux d'intérêts négatifs. Dans le contexte actuel de dépression et d'inflation nulle, les banques centrales ne peuvent plus réduire les taux pour atteindre des taux réels négatifs, comme le font d'ordinaire en temps de crise, puisque les taux nominaux sont déjà à zéro (zero lower bound). Il faudrait donc qu'elles puissent instituer des taux franchement négatifs. Elles recréeraient ainsi des taux réels négatifs même sans inflation.

Les partisans de cette thèse ont pensé à certaines objections. D'abord la trappe à liquidités. Quand les taux sont négatifs, les épargnants ont tendance à se détourner des obligations pour éviter la « taxe » ainsi créée. Il se forme donc une épargne détenue sous forme de liquidités qui ne contribuent guère à l'investissement. Les tenants des taux négatifs répondent qu'il faut éliminer les grosses coupures et faire en sorte que les banques répercutent ces taux négatifs sur leurs clients déposants. Mais faut-il faire payer aux déposants l'essentiel du coût de la sortie de crise ? C'est là un

---

problème majeur dans une France où l'épargne des ménages finance 85% de l'investissement.

Seconde objection : l'inflation. A terme, ce risque est inhérent à toute politique monétaire destinée à éliminer par création de monnaie la différence entre croissance potentielle et croissance actuelle déprimée par la crise (« negative output growth »). Ce risque n'est guère considéré comme probable dans les prochaines années étant donné l'ampleur de la crise et les changements structurels (vieillesse, progrès technologiques...). Et, ajoutés, si l'inflation devait renaître, il, serait toujours temps de revenir à une politique monétaire plus traditionnelle.

On peut s'étonner, cependant que ces propositions ne soulèvent pas la question essentielle de la valeur de la monnaie. Or la confiance sur laquelle elle repose pourrait s'évanouir si ceux qui en sont responsables devenaient les fournisseurs d'une « commodity » illimitée au lieu d'être les gardiens de sa stabilité. Ces propositions négligent aussi le fait que les taux négatifs détournent de l'investissement productif. Ils entraînent les entreprises à s'endetter pour racheter leurs actions plutôt qu'à investir, laissent survivre des entreprises zombies qui font baisser la productivité globale, poussent à la prolifération des bulles d'actifs, oblitèrent la distinction entre bonnes et mauvaises signatures.

Une économie dont on force les taux à demeurer longtemps négatifs ne pourra inspirer confiance à ceux qui voudraient entreprendre. A terme, la monétisation de l'essentiel des actifs présage une nationalisation rampante de nos économies.

Chacun sait combien l'excès d'endettement est générateur de crise. Nous l'avons subi depuis 40 ans. Or les taux négatifs ouvriraient en grand les vannes du crédit, alimentant l'instabilité financière.

---

Il paraît important de raison garder. Face au surendettement, la réponse est claire. Il faut sortir graduellement de l'excès d'endettement actuel, en convertissant, si nécessaire, les prêts garantis en capital afin de ne pas re-obérer les entreprises dont a arrêté l'activité pendant la crise sanitaire. Entreprendre là où il le faut, des négociations de restructurations de dettes dans un climat apaisé où prévalent coopération et sens du marché. Remettre les budgets publics en question et privilégier les dépenses d'avenir (éducation, équipement sanitaire, recherche). Et enfin entreprendre les réformes de structure trop longtemps différées mais seules porteuses d'avenir.

---

## Les deux dangers majeurs qui nous menacent

*Jean-Jacques PERQUEL, Président d'honneur de l'Académie de Comptabilité et du groupe Veille Réglementaire et Comptable du CILT*

La situation post-confinement est semblable à celle d'un dormeur qui sort péniblement d'un cauchemar où dans son sommeil il a cassé tout ce qu'il a pu trouver dans sa chambre. Ainsi au premier trimestre 2020 les U.S.A ont vu leur P.N.B. baisser de 3,8 %, celui de la Chine de 33,8 %, celui du Royaume Uni de 7,8% celui de l'France de 11% celui de la France de 21 % Bien entendu l'exemple du dormeur éveillé est insuffisant pour l'avenir car la pandémie n'est pas détruite et l'on peut éventuellement craindre une « deuxième vague » ou du moins conserver une situation instable où la peur continue à subsister, empêchant peut-être d'assurer la « courbe en V » (traduction : reprise forte de la consommation) grâce au besoin d'oublier les dégâts de la crise « médicale ». Les Gouvernements sont dans l'obligation de continuer à intervenir pour éviter une crise économique majeure . Si l'on veut comprendre le problème actuel il faut d'abord analyser une situation qui est fondamentalement différente de tout ce que l'on a connu dans l'Histoire  
D'un point de vue théorique pour relancer les économies, il y a deux grandes approches qui sont en fait toutes les deux dangereuses

---

## I. Analyse rapide de la situation

### a) La Mondialisation

La concurrence entre les pays se fait encore par le niveau des salaires mais de plus en plus par le développement de l'éducation scientifique car un effort fantastique est réalisé en Asie de l'Est, effort très supérieur à celui des pays occidentaux où on sort de la pandémie ...en parlant de vacances.

### b) La sortie de la crise économique de 2007/2013

Cette crise correspondait au creux du mouvement de longue durée dit cycle de Kondratieff. Pour assurer la reprise tous les pays avaient fait des émissions monétaires énormes (Q.E.) qui ont provoqué un effondrement des taux d'intérêt. Ces taux voisins de zéro avaient entraîné un endettement exceptionnel (203 % du P.N.B. mondial) et une certaine fuite vers des actifs « réels » (Immobilier, Bourse, Objets d'Art ou Or). Or il y a, dans le Monde, tous les éléments d'une reprise exceptionnelle grâce aux besoins dans trois domaines : l'écologie en développant les énergies vertes, toutes les applications à base d'I.A. (Intelligence Artificielle) et tout ce qui concerne la recherche scientifique (médicale, aéronautique etc.)

### c) La montée des populismes

Cet essor (prévisible) pose un problème social grave. Comme dans toutes les périodes de la troisième branche « croissance » du cycle de Kondratieff, il y a une séparation sociale qui se crée en faveur de ceux qui savent s'adapter aux nouveaux paradigmes réduisant la situation des personnes qui se prolétarisent, et éliminant même la classe intermédiaire qu'elle transforme en chômeurs.

---

Ainsi les métiers Jacquard avaient fait baisser les salaires des « canuts » d'où leurs révoltes en 1831 et 1834 (phénomène de prolétarianisation), et le chemin de fer avait mis au chômage les relais de poste et les conducteurs de diligence (phénomène d'élimination des classes intermédiaires)

Un exemple doit être cité : l'essor Américain des années 1890/1907 Au cours de cette période qui a vu une transformation de l'économie, les « grands Barons » (Rockefeller, Vanderbilt, Morgan, Ford etc.) ont édifié des fortunes considérables ,les ouvriers en ont peu profité sauf à réussir à se coaliser (création de l'A.F.L.American Federation of Labour par Samuel Gompers).Quant aux classes intermédiaires dont en particulier les agriculteurs, leur importance les a poussés à imaginer le « populisme » A ce titre William Bryan (candidat démocrate et « populiste » ) n'a été battu par William Mc Kinley (Républicain)que de 600.000 voix.

Le système mondial actuel est très proche de l'analyse américaine de la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle si ce n'est l'importance de la classe intermédiaire. Tous les « connaissants » sont privilégiés, les travailleurs manuels sont en fait déclassés et la classe intermédiaire se retrouve à l'intérieur des mouvements populistes quitte à s'emparer des directions de certains pays U.S.A, Brésil, Pays de l'Europe de l'est (Hongrie, Pologne) ou avoir une certaine influence dans les pays démocratiques (U.K. avec le Brexit, AfD en France, PN et gilets jaunes en France etc.)

Le « Coronavirus » a remis en cause une grande partie de cette analyse aussi il nous faut repenser les deux grandes théories actuelles.

---

## II. La thèse classique

Il faut financer la perte d'activité par de la dette sauf pour les secteurs où la perte est « abyssale » ; tourisme, transports, ce dernier secteur couvrant l'automobile l'aviation et le secteur ferroviaire.

Bien entendu les dettes peuvent être à long terme. Dans ce domaine un problème se pose : peut-on espérer un maintien de taux voisins de zéro. Bien entendu on peut faire appel aux Banques Centrales (on retrouve la notion « honnie » de Prêteur en Dernier Ressort notion si bien défendue par Kindleberger dans les années 50) ; dans le cadre européen la solution est celle d'un appel à la B.C.E. Cette position défendue par Mesdames Lagarde et von der Leyen provoque une coalition de pays pour essayer d'empêcher le développement de cette solution et revenir à une notion saine où les entreprises doivent trouver des fonds ou se recapitaliser, les Etats pouvant les aider « accessoirement » (Ironie de l'Histoire c'est l'France dont la cour de Justice de Karlsruhe a condamné la solution « laxiste » qui a organisé la garantie de prêts la plus importante (600 milliards d'Euros contre 300 pour la France)

Ainsi si l'on applique la théorie classique, on devrait voir les taux monter les entreprises se liquider ou au moins réduire leur personnel Cela devrait limiter le chômage, dans un pays comme le France, ...entre 20 % et 25 %. Cette solution est parfaitement inapplicable dans sa « pureté théorique ». Il en faut donc une autre.



---

### III. La thèse pragmatique actuelle

Elle comporte deux volets : Un volet subvention et un volet dette (dont on espère le remboursement)

Le premier volet comprend deux approches :

- a) Une subvention aux entreprises, celles-là même dont pour des raisons écologiques on avait tout fait pour inciter les individus à s'en éloigner : avions et automobiles. Le blocage est tellement fort que seules des subventions peuvent en assurer la survie et éviter un chômage massif. Les Allemands donnent l'exemple (en contradiction avec toutes les règles qu'ils ont toujours cherché à imposer). Ils ont proposé d'allouer 6 milliards d'euros à Lufthansa
- b) Une aide aux personnes qui perdent temporairement leur emploi (chômage partiel)

Le deuxième volet est plus classique, mais, dans le cas français, il est en partie organisé autour de fonds publics fournis à la B.P.I pour aider les grandes entreprises à passer le « cap » de l'année 2020 (tout en demandant aux entreprises aidées de « passer leur dividendes »). Bien plus, Etats-Unis, France et France garantissent des prêts fournis par les Banques à hauteur respectivement 2.000 milliards de dollars, 300 et 600 milliards d'euros. Mais il y a une autre différence entre l'Allemagne et la France. Les Allemands apportent aux entreprises une garantie à 100%, la France à 90 % seulement, ce qui laisse à la charge des banques 10 % des prêts. Cela oblige le secteur bancaire à être plus rigoureux dans l'attribution de ces prêts, à faire faire à leurs services des études plus longues et à éliminer des entreprises très saines mais parfois difficiles à analyser. Autre défaut grave, jusqu'à présent on ne

---

dégage pas ces prêts garantis du « carcan » des règles de Bâle ce qui provoque un effet « d'éviction » contre les prêts demandés dans le but d'assurer la croissance de notre économie. Le résultat de ces « maladroites » fait que sur les 300 milliards de prêts garantis, on n'en avait débloqué que 40, au 21 Avril. Mais cette masse d'argent présente un défaut. Si elle sert à empêcher ou à limiter la crise économique, elle peut créer de l'inflation dans deux cas.

a) Si l'existence d'une telle masse monétaire se met à faire peur au public et les inciter à vouloir se séparer de leur « argent » à n'importe quel prix (hyper inflation pour le moment peu probable vu l'ampleur des possibilités de production)

b) Cependant l'importance des mouvements populistes qui sont par essence « protectionnistes » peut entraîner une hausse de coûts celle-là très dangereuse. On en voit un exemple avec la hausse des produits de première nécessité due à la quasi-fermeture des frontières pendant la période de « confinement maximum ».

## **Conclusion**

On voit ainsi les risques que peuvent entraîner des politiques par trop issues des théories économiques : La politique « classique » admet le risque de chômage de masse avec l'espoir de retrouver à la fin de la crise un essor exceptionnel. Cette politique est battue en brèche par le refus des « politiques » d'accepter une telle situation. A contrario la politique « moderne » de masse monétaire « illimitée » présente l'avantage de faciliter la vie du

---

public mais laisse subsister le risque d'une inflation qui ,si l'on accumule les maladresses de style populiste, pourrait devenir incontrôlable, aussi il semble que la solution de Madame Von Der Leyen semble la meilleure, l'apport de 750 milliards en dons et en prêts devrait assurer une certaine reprise, surtout si elle permet de faire comprendre au public le problème de la concurrence entre les différents pays ce qui explique le déconfinement accéléré et...à risque pour provoquer la croissance nécessaire pour assurer le retour du plein emploi. Face à ces montants considérables de prêts, une question se pose : « jusqu'où peut-on aller avec la dette ? » Les entreprises ont aussi besoin de fonds propres.

---

## Après le temps de l'endettement, le défi du renforcement des fonds propres

*Jean-Louis MULLENBACH, Président de l'Académie de Comptabilité*

Le tissu productif français a abordé la crise sanitaire avec le 2<sup>ème</sup> niveau d'endettement d'entreprises parmi les grandes économies de marché. L'année 2019 avait atteint un sommet pour les émissions obligataires des grandes entreprises, avec des perspectives dégradées pour de nombreux titres. La dette bancaire des PME/ETI avait également fortement progressé depuis dix ans, avec un niveau de capitaux propres insuffisant pour répondre à leurs besoins d'investissement (*Rexecode, février 2020*). La combinaison d'une dette privée (sociétés non financières et ménages) dynamique et d'une dette publique élevée réduisait clairement la capacité de résilience du système financier français en cas d'imprévu. Le choc exogène provoqué par la mise en mode pause des hommes et des entreprises est d'une violence économique et sociale particulièrement forte pour notre pays, mal préparé à une pandémie et dont les avantages comparatifs se situent parmi les secteurs les plus touchés (aéronautique, tourisme, luxe). Les grands agrégats estimés pour 2020 (environ 11% de décroissance, de déficit public et de chômage, avec une dette publique dépassant 120% du PIB) donnent le tournis.

La majorité de ce choc sera en effet absorbée par le déficit public de l'année 2020. Face à ces chiffres vertigineux, les marchés financiers ne manifestent pas d'inquiétudes. Nous sommes en effet sauvés du désastre à court terme, comme l'Italie et

---

l'Espagne, par l'effet multiplicateur puissant des politiques monétaires et budgétaires annoncées par la BCE et la Commission européenne. Le reste du choc devra être absorbé par les entreprises d'abord, puis par les ménages, rendus durablement vulnérables par cette crise sanitaire. L'Etat avait pourtant bien joué son rôle de filet de sécurité en nationalisant les salaires du secteur privé (chômage partiel) et les risques de faillite des entreprises (Prêts Garantis par l'Etat). Ces PGE ont été largement plébiscités : 100 Md€ devraient être accordés par le système bancaire à 500 000 ETI, PME et TPE.

Avec un chiffre d'affaires en berne et des pertes en 2020, les petites entreprises, sous-capitalisées et accablées de dettes, ne seront pas toutes en mesure de tenir et de rembourser leurs PGE. Ce n'est pas en les noyant à nouveau de crédits qu'on pourra sauver celles qui ont grillé leurs fonds propres. La casse sera inévitable et la sinistralité importante. Les garanties données aux banques, initialement traitées en engagements hors bilan de l'Etat, seront alors appelées et viendront progressivement aggraver l'endettement des finances publiques. Au total, les mesures d'urgence prises par le gouvernement s'élèvent à 460 Md€, dont 327 Md€ de garanties données par l'Etat. Au total, l'encours de l'endettement des sociétés non financières s'approche aujourd'hui des 2 000 Md€ (dont 750 Md€ de prêts obligataires), soit un doublement de la dette des entreprises par rapport à la crise de 2008.

Il faut maintenant réconcilier l'urgence et le temps long en passant d'une problématique de liquidité à une problématique de solvabilité. La spirale de la dette fragilise à long terme l'économie au lieu de la renforcer. C'est en apportant des fonds

---

propres aux entreprises porteuses de croissance que celles-ci pourront relancer la machine et investir. Les fonds propres sont un matelas de sécurité et de puissance permettant de se protéger des risques inattendus et d'investir dans la préparation de l'avenir. Encore faut-il, s'agissant des entreprises de moyenne taille, que le dirigeant, ou la famille propriétaire (40% des ETI sont des entreprises familiales), accepte d'ouvrir le capital à des actionnaires minoritaires, avec d'épuisantes discussions sur la valeur d'entreprise et sur la garantie de sortie, de nature à décourager les investisseurs. Mais certaines de ces PME et ETI dans la tourmente auront-elles vraiment le choix ?

Ces discussions peuvent être plus faciles avec des investisseurs professionnels portant un regard constructif sur la capacité de rebond à moyen terme des cibles sélectionnées avec discernement. L'arrivée d'investisseurs en capital extérieurs renforce la confiance de l'environnement dans l'entreprise et apporte un conseil stratégique et de proximité pour alimenter la réflexion des dirigeants. Le capital-investissement français, qui est détenteur de capitaux importants à investir, est prêt à jouer son rôle, y-compris en minoritaire. Le recours à des instruments financiers hybrides tels que les obligations convertibles à long terme est une bonne solution, de même que l'appel à des co-investisseurs dans les régions.

Certains secteurs stratégiques bénéficient du soutien inconditionnel de la puissance publique, mais les aides d'Etat n'auront qu'un temps. Le refinancement des entreprises et la relance des investissements ne reposeront plus sur l'Etat et les fonds publics. Le secteur privé devra prendre le relais et s'appuyer sur des mécanismes de marché ayant fait leurs preuves.

---

La crise financière qui se profile va inévitablement accélérer les concentrations, avec un risque de perte de contrôle de certains de nos fleurons. D'autres préféreront rester indépendantes et être durablement accompagnées en fonds propres, sans modification de leur capital et de leur gouvernance. Les investisseurs institutionnels sont bien placés pour jouer ce rôle de stabilisateurs à long terme. Des instruments financiers tels que les titres participatifs (valeurs mobilières n'octroyant ni droit de vote ni part dans le capital, mais offrant une rémunération suffisamment attractive dans la durée) semblent adaptés aux besoins actuels.

L'Académie de comptabilité a lancé, pendant le confinement, un groupe de travail pour approfondir ce sujet de l'impérieuse nécessité du renforcement des fonds propres et de l'indépendance des entreprises européennes. Plus tard, l'épargne accumulée par les particuliers, l'épargne salariale dotée de nouvelles incitations fiscales et la bourse devront reprendre le chemin du financement des entreprises.

---

## **L'accroissement du SCR spread du fait de la dégradation des signatures menace-t-il la solvabilité des assureurs ?**

Groupe de travail « Fonds Propres » de l'Académie de Comptabilité

*Michel PIERMAY, Président de Fixage et membre de ce groupe de travail de l'Académie de Comptabilité*

### **Introduction**

Les actions sont souvent perçues comme plus dangereuses que les obligations pour la solvabilité des assureurs.

Cependant, la formule standard de calcul du SCR actions est contracyclique : le SCR actions a diminué fortement après la baisse du marché.

Pour les obligations au contraire, la formule standard du SCR spread est très procyclique : elle accroît fortement le SCR spread lorsque l'économie ralentit et que les notations sont revues à la baisse.

Les agences de notation ont commencé à dégrader les notes et annoncent une poursuite du mouvement pendant au moins un an, ainsi qu'une très forte montée des défauts.

### **Les obligations privées sont aujourd'hui particulièrement dangereuses pour la solvabilité des assureurs.**

L'exemple que nous déroulons ci-après montre l'effet d'une dégradation assez modérée des notations. Le discours des agences conduit à prévoir un choc plus sévère.



---

## 1. Le calcul actuel

La formule standard de Solvabilité 2 comporte, dans son module sur le risque de marché, un sous-module spécifique pour le risque de crédit, appelé risque de spread.

La formule standard cherche à estimer la perte de fonds propres qui résulterait d'une diminution soudaine de la valeur des obligations et de prêts, provoquée par une détérioration des spreads des émetteurs en portefeuille.

Pour estimer cette perte de valeur, la formule standard a mis en œuvre une formule qui a la forme générale suivante :

$$\text{Choc de spread} = a + b * (\text{sensibilité de l'obligation} - k)$$

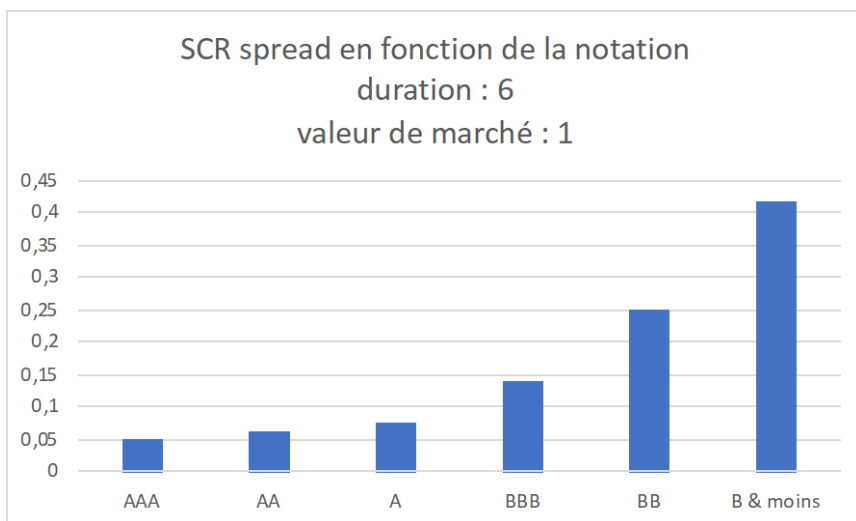
Où a et b sont des coefficients qui dépendent de la sensibilité et de l'échelon de crédit de l'obligation choquée.

k est un facteur qui vient corriger, en la diminuant, la sensibilité de l'obligation appliquée au coefficient b, afin d'éviter un double comptage avec la mesure de l'exigence de capital du risque de taux d'intérêt.

**Plus l'obligation a une sensibilité élevée et plus l'échelon de crédit traduit une obligation comportant un fort risque de crédit, plus le choc est important.**

L'exigence de capital pour couvrir le risque de crédit (SCR spread) est évaluée de la façon suivante :

$$\text{SCR spread} = \text{choc de spread} * \text{valeur de marché de l'obligation}$$



## 2. Le portefeuille obligataire

Le portefeuille initial a la structure suivante évaluée en valeur de marché :

Proportion	Type	Notation	Duration
20%	Obligations d'Etat		6 ans
4%	Obligations privées	BBB	3 ans
36%	Obligations privées	BBB	5 ans
36%	Obligations privées	BBB	7 ans
4%	Obligations privées	BBB	9 ans

La duration du portefeuille est égale à 6.

---

### 3. L'effet d'une dégradation du crédit sur le marché

Un choc instantané se produit avec les conséquences suivantes sur le portefeuille de l'assureur :

- 30% des obligations privées ont une notation qui se dégrade de BBB à BB, et
- 5% des obligations privées ont une notation qui se dégrade de BBB à B.

La dégradation de notation entraîne une augmentation des spreads.

Pour évaluer l'impact sur la valeur du portefeuille de la dégradation des notations, les spreads du 6 avril 2020 ont été retenus.

Référence Reuters	Références indices	duration	rendement	Delta spread par rapport au BBB
'IBBEU0062	CORP BBB 7-10	6,02	2,414%	-
'IBBEH0196	iBOXX EUR HY main ex crossover LC BB index	5,99	5,993%	+ 3,579%
'IBBEH0195	iBOXX HY main ex crossover LC B index	4,54	10,601%	+ 8,187%

---

#### 4. Le choc de notation accroît le SCR spread

##### 1<sup>ère</sup> étape : calcul de l'assiette de calcul

La dégradation des notations d'une partie du portefeuille d'obligations privées BBB conduit, toutes choses égales par ailleurs, à une diminution de la valeur des marchés des obligations concernées.

	Valeur de marché avant choc	Valeur de marché après choc
Portefeuille	100	94,09

##### 2<sup>ème</sup> étape : calcul du SCR de spread

		SCR spread exprimé en % de la valeur de marché des obligations	SCR spread
Portefeuille	Avant choc de notation	11,12%	11,12
	Après choc de notation	13,90%	13,07

5.


## 5. La solvabilité est fortement dégradée

On fait les hypothèses suivantes :

- Le choc de notation ne s'accompagne pas d'un choc de taux : la courbe des taux sans risque demeure inchangée,
- L'ajustement pour volatilité devise n'est pas modifié par cette dégradation des signatures et l'ajustement pour volatilité pays n'est pas activé,
- La gestion actif / passif permet à l'entreprise d'assurance de ne devoir pas procéder à des ventes forcées d'actifs obligataires pour faire face à ses engagements,
- Il n'y a pas de défaut d'un émetteur dans le portefeuille de l'assureur.

Ces différentes hypothèses conduisent à considérer que la valeur des provisions techniques (BE & RM) est peu modifiée par le choc de notations.

Avant				Après dégradation des notes			
	ACTIF	PASSIF			ACTIF	PASSIF	
Actifs de Placement	100	Fonds Propres	42,21	Actifs de Placement	94,09	Fonds Propres	36,3
		Provisions Techniques (BE + RM)	57,79			Provisions Techniques (BE + RM)	57,79
taux de couverture du SCR		205%		taux de couverture du SCR		150%	
	SCR	20,59			SCR	24,20	
	dont SCR marché	18,53			dont SCR marché	21,78	
	dont SCR spread	11,12			dont SCR spread	13,07	


  
 La solvabilité de l'assureur se dégrade de 27%.

---

La dégradation des notations conduit à accroître de près de 18% le SCR spread au moment où la dépréciation des obligations diminue la valeur de l'actif de 6%.

Au-delà du SCR spread, il ne faut pas oublier que :

- L'absence de liquidité d'obligations dégradées peut rendre impossible la cession de ces titres, même en moins-value,
- L'émetteur peut faire défaut.

La procyclicité de la formule standard vis à vis des notations conduit à une dégradation de la solvabilité de 27% dans notre exemple, plus forte que les effets d'une baisse des actions dont le SCR bénéficie d'une formule standard contracyclique.

---

## Le Temps d'après

*Auteur anonyme*

Dans tous types de médias, il est question du temps d'après (d'après le confinement...).

Même si tout ne peut être envisagé, et qu'il faut rester humble en matière de certitudes, quelques-unes risquent de s'avérer réelles.

L'arrêt brutal d'une partie de l'activité économique et les conséquences induites sur l'avenir des entreprises concernées sont une réalité.

Certes, des milliards d'Euros ont été mobilisés afin d'amortir le choc, il n'en est pas moins certain que de nombreuses structures, qu'elles appartiennent à l'économie « traditionnelle » ou au monde de l'Economie Sociale et Solidaire, ne se relèveront pas du choc subi ou à tout le moins si elles s'en relèvent, ce réveil ne sera pas sans conséquences notamment sur l'emploi...

Les français confinés, et plus particulièrement ceux qui vivent le confinement dans des conditions « difficiles », mais aussi peut être également certains autres qui ont de plus en plus de mal à supporter cet état d'urgence sanitaire contraignant, garderont des séquelles, qui à ce jour ne sont pas identifiées, mais dont on peut penser qu'elles pourraient être durables et profondes.

Les « soignants » ou « aidants » de toutes catégories (hôpital, Ehpad, médecine de ville, soins infirmiers à domicile, aide à domicile ou aidants familiaux...) ont vécu une période

---

professionnelle et personnelle difficile et ils ont tous besoin de souffler ... pour se préparer à affronter une seconde vague ?

Les salariés qui ont expérimenté par contrainte le travail à distance ou le télétravail à temps complet (il convient de rappeler que les accords de télétravail signés notamment dans les grandes organisations prévoient un, deux ou trois jours de télétravail hebdomadaire), se retrouvent confrontés à des situations personnelles et familiales inédites qui auront des conséquences sur leurs relations interpersonnelles ainsi que sur la relation au travail tant individuelle que collective dans le futur.

Le caractère « inédit » de cette pandémie, et particulièrement à la fois son échelle planétaire et l'absence « d'anticipation » de toutes les strates « décisionnelles » de la société internationale ou d'un des pays, a entraîné une défiance encore plus forte, s'il en était besoin, vis des dirigeants, des politiques ainsi que de la haute administration. Et c'est sans parler des différents experts à qui la période a permis de s'exprimer souvent sans autre fondement que leur propre égo.

La conjonction de ces facteurs peut conduire à une crise sociale violente en comparaison de laquelle le mouvement des « gilets jaunes » n'aura peut-être été qu'une aimable avant-première. Si l'on commence à appréhender les origines de ce mouvement (cf., par exemple, Jérôme Fourquet « L'archipel français » le Seuil 2019), il est fort à craindre que cette période de confinement et ses conséquences économiques et sociales à venir sont de nature faire renaître un mouvement de protestation sociale qu'il sera encore plus difficile de contenir.



---

Cette situation génère des peurs ou, à tout le moins, des questions, avouées ou inavouables, relevant du collectif ou de l'intime.

Que ce soit la perspective d'un second pic épidémique, celle de la perte de son emploi, de l'atteinte aux libertés publiques qu'un état d'urgence fusse-t-il sanitaire peut induire, des efforts individuels et collectifs nécessaires au « redressement » du pays, de l'impact sur le niveau de vie futur de chacun d'entre-nous, de la remise en cause au nom du même redressement économique d'objectifs de transition écologique..., tout cela interroge et peut, en fonction des individus ou des groupes sociaux, générer des peurs réelles ou fantasmatiques.

Il y néanmoins des germes d'espoir.

La situation a permis ici et là de voir émerger des solidarités de proximité qui ne s'étaient pas manifestées jusqu'alors et de l'expérimentation desquelles on peut tirer l'espoir qu'elles pourraient perdurer en s'adaptant car elles répondent à un vrai besoin.

Ces solidarités, qu'elles aient été spontanées ou organisées par des structures locales ou nationales pro-actives et agiles, ont permis de tester de nouvelles formes « d'attention à l'autre » qui pourraient peut-être se développer ou s'organiser dans la durée, à condition qu'elles soient accompagnées, structurées et que leur modèle économique puisse être validé et pérennisé.

C'est un vaste chantier qui s'ouvre et auquel la période de « déconfinement », sans doute très progressif, peut servir de « banc d'essai ».

---

Ce sont ces expérimentations qui pourront peut-être permettre d'envisager la mise en place de « **solidarités de proximité augmentées** », qui ne pourront s'installer sur les territoires que si de l'ensemble des acteurs, réseaux nationaux et/ou structures locales acceptent de « **faire alliance** », de se « **coaliser** » pour avancer ensemble plus vite et plus loin.

---

## **Peut-on construire un monde meilleur en maintenant le capitalisme financier ?**

*Lionel TOURTIER, Président du Think Tank Génération E.R.I.C.*

Nous vivons une crise sévère, comme parents d'abord, citoyens ensuite, et professionnels enfin. Oh, il n'y a pas de frontière de temps dans ces trois situations : avec l'œil sur l'écran de notre smartphone, tous se fait dans une certaine simultanéité, et tout interagit.

Pour un patron d'entreprise, qui voit une partie de ses effectifs promis au chômage, il n'y a pas de plaisir à rentrer chez soi. Et embrasser son épouse et ses enfants ne va pas estomper durant la nuit les images du drame humain à venir. Assis à son bureau, après un dîner maussade où il s'est néanmoins efforcé de sourire pour ne pas inquiéter sa fille et son fils, tous deux encore adolescents « confinés », le citoyen qu'il est, a contemplé d'un air las sa déclaration fiscale en s'interrogeant sur le sens des choses. Il y a même un moment où une sorte de vertige intérieur l'assaille. Il a le souvenir de 2008, mais des économistes réputés parlent d'une situation pire qu'en 1929 ! Néanmoins, l'on dit que des outils monétaires devraient juguler certaines des conséquences de cette catastrophe économique. Certaines conséquences ... mais pas toutes.

L'on pourrait bien sûr transposer et multiplier cette situation à foison : une femme DRH chargée de fermer une usine, un restaurateur qui dépose son bilan, une gérante d'un magasin de mode qui réduit son équipe de vente, etc. Toutes et tous sont frappés par cette crise. Mais plus encore, ils ont cette écrasante responsabilité de décider du sort de leurs collaborateurs. Nous les

---

côtoyons ou les avons côtoyés ; nous en connaissons même certains ou certaines de façon plus intime. Et tous, nous rêvons à « ce monde d'après » qui suscite dans la presse des centaines de propositions plus ou moins réalistes et plus ou moins hiérarchisées selon la sensibilité de leurs auteurs : réindustrialiser en priorité pour les uns, transition énergétique pour les autres, taxer les importations, augmenter les impôts des riches, nationaliser, arrêter la croissance, interdire la propriété, etc. Autant de souhaits hétérogènes, contradictoires, et dont le risque est celui de revenir tout simplement au monde d'hier. Un proverbe africain dit : « *quand tu ne sais pas où tu vas, alors retournes en arrière* » ...

### **Investisseurs institutionnels et exigence morale ?**

Comme investisseurs institutionnels ou responsables financiers, ne sommes-nous pas, nous aussi, dans l'expectative ? Sans doute. Mais parce que nous finançons l'économie, nous avons néanmoins un regard plus aigu sur cette crise. Et si nous considérons, dans notre for intérieur, que nos métiers revêtent une certaine exigence morale, cela devrait nous inciter à prendre le temps de l'introspection. Car si l'épidémie du Covid19 et le désastre qu'elle entraîne ne sont pas de la responsabilité de la communauté financière (contrairement au krach de 2008), la dégradation de notre modèle social, économique et politique qui la précédait l'est davantage. La cause en est la financiarisation. Ainsi, notre société est un peu comme un homme ivre qui reçoit un uppercut au foie, mais un foie malade. La douleur n'en est que plus vive.

Soyons plus direct que cette métaphore. Nous avons laissé croître un capitalisme financier qui a accéléré le mouvement de mondialisation sans pouvoir nous donner la possibilité d'en

---

maîtriser le rythme et surtout les effets. Une sorte de fuite en avant. La bascule du centre de gravité de la création de richesse s'est effectuée brutalement au détriment de nos classes moyennes. Les remises en cause au niveau des métiers ont été souvent violentes. La désindustrialisation a freiné la productivité nationale et, par conséquent, les hausses de salaires. Nous avons créé des emplois à faible valeur ajoutée, et compensé les pertes de pouvoir d'achat par une inflation de prestations sociales financées par la dette ou la pression fiscale. Les deux sont des étouffoirs. En face, dans de nombreux pays émergents, si le niveau de vie s'est élevé, y compris dans l'accès à un certain confort, les inégalités ont malgré tout augmenté, et la faim subsiste dans de nombreux endroits, notamment pour des millions d'enfants.

Devant ce défilé d'images en relief d'une mondialisation devenue malheureuse pour beaucoup, nous pourrions nous dire que c'est la vie, que c'est la règle en économie de marché, que c'est le jeu de la concurrence, que c'est la contrepartie nécessaire à la recherche du profit qui n'a rien d'illégitime en soi, que les espèces faibles meurent et que les plus fortes dominent, que rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme, et qu'il en a été ainsi depuis la nuit des temps. Les civilisations naissent, disparaissent, les empires triomphent et déclinent, les guerres sont parfois considérées comme « justes » tout comme les révolutions peuvent être sanguinaires et sans lendemain. On peut relire Nietzsche et se convaincre que l'adversité nous élève plutôt que nous abaisse, se dire comme Schumpeter qu'entreprendre c'est changer l'ordre existant, ou comme Hobbes que la valeur ou l'importance d'un homme, c'est comme pour tout autre objet, son prix, c'est-à-dire ce qu'on donnerait pour disposer de son pouvoir.

Tout est plus ou moins recevable dans le verbe lorsque l'on philosophe entre amis, un verre de whisky ou de vin à la main.

---

Mais dans l'action, dès lors que c'est l'humanité qui est atteinte dans sa destinée et son ordinaire le plus intime, il faut se poser la question de notre volonté : voulons-nous ou pas reprendre collectivement notre destin en mains ? Des voix s'élèvent déjà entre ces lignes tout juste écrites : « mais concrètement, qu'est-ce que cela veut dire ? ». D'autres chuchotent à l'oreille de leur voisin : « encore un utopiste ». Alors, investisseurs, soyons concrets.

### **Première interpellation : voulons-nous continuer à vivre dans une économie de dettes ?**

Il faut compléter cette interrogation pour en faciliter notre réponse. Si la titrisation ne fut pas un mauvais outil en soi, ce que les banques en ont fait depuis 40 ans, avec les produits dérivés puis structurés, devrait nous poser un problème de fond. Car ce type d'opération a modifié en profondeur le modèle du système bancaire à partir des années 1979, en commençant par les Etats-Unis : l'on est ainsi passé d'un modèle traditionnel, dit « *originate to hold* » où l'établissement conserve dans son bilan les prêts accordés, à un modèle « *originate to distribute* » où l'établissement transforme ses prêts en actifs financiers vendus sur le marché. Comme le soulignent deux auteurs dans un article de la Revue Banque<sup>11</sup>, Laurent Viegnes et Olivier Nataf, ce nouveau modèle « *a conduit à la crise financière (2008), a contribué à disséminer le risque de crédit hors de sa sphère bancaire d'origine. Aujourd'hui réactivé dans un contexte différent, ce modèle accroît l'imbrication de certaines catégories d'acteurs clés (banques, assureurs, fonds...) et n'est pas dépourvu de risques...* ».

---

<sup>11</sup> Revue Banque 26 mars 2013 : « *La seconde vie du modèle « originate to distribute* » - n°760

---

Cette économie de dettes, nous le savons, est très vulnérable ; et elle peut propager ses failles au reste de l'économie. Car les techniques de titrisation et autres dérivés ont favorisé l'essor d'une financiarisation qui a généré tous les excès dans la spéculation. Ce faisant, cela a fragilisé tout le système financier au sein duquel ces techniques sont nées pour couvrir des risques. Quel paradoxe n'est-ce pas ? En réalité, elles ont généré un « risque systémique » dont la définition parle d'elle-même : le risque que le défaut d'un acteur du marché se répercute sur les autres du fait de la nature intriquée des marchés financiers.

Il faut souligner ici : « intriquée », car c'est bien la réalité du problème. En cas de mises en faillite successive de banques, cela bloque ensuite le financement de toute l'économie mondiale. C'est d'ailleurs la crainte qui nous inquiète aujourd'hui, ainsi que le CEPII vient de le rappeler. Selon le Comité européen du risque systémique (Cers), le risque de faillite des banques a fortement augmenté depuis le début de la crise. La probabilité qu'au moins deux grandes banques européennes fassent défaut a dépassé la barre des 5 % au cours du mois de mars 2020. En outre, il suffirait selon le CEPII que 21 % des prêts ne soient pas remboursés pour épuiser totalement les fonds propres des banques (capital et réserve) qui s'élèvent à 2.500 milliards aujourd'hui dans la zone euro. Un prêt sur cinq : dans la déflagration que connaissent nos entreprises, ce n'est pas une probabilité irréaliste. L'Autorité bancaire européenne (EBA) prévoit quant à elle une baisse moyenne « d'environ 380 points de base » (soit 3,8 %) des ratios de capitaux propres des banques de l'Union européenne (UE), qui sont actuellement de 14,9 %.

Globalement, à l'échelle mondiale, cette économie de dettes a également trouvé un terrain fertile avec l'endettement croissant des Etats. Un esprit malhonnête pourrait même supposer un

---

accord tacite entre le système bancaire mondial et les gouvernements. Deux effets ont résulté de cette conjonction d'intérêts qu'il faut souligner.

En premier, une perte de souveraineté financière des Etats. Les banques et organismes financiers affiliés ont acquis une réelle influence politique, et peut-être davantage. Nous y reviendrons.

En second, une hausse des inégalités. Car dans ce système de dettes, très spéculatif entre autres, l'argent va à l'argent et pas au travail. C'est bien ce que démontre la journaliste Rana Foroohar, journaliste au *Financial Times*. Dans son livre *Makers and Takers*<sup>12</sup>, elle considère que l'économie se divise en deux : d'un côté, il y a les « makers », qui produisent des biens et des services utiles ; de l'autre, les « takers », c'est-à-dire tous ceux qui, sous prétexte de financer les « makers », se servent au passage et finissent par concentrer dans leurs mains l'essentiel de la valeur créée dans l'économie.

### **Seconde interpellation dans le prolongement de la première : voulons-nous recentrer les flux financiers sur l'économie réelle ? Et voulons-nous le maintien des politiques monétaires actuelles ?**

Comme investisseurs, ces deux questions complémentaires se relient fondamentalement à la conception que nous nous faisons de notre rôle et du champ de notre intervention.

Rana Foroohar, déjà citée, soulignait dans son livre que 15 % seulement de tous les flux de capitaux aux Etats-Unis allaient effectivement à l'investissement dans les entreprises. Le reste n'est que pures transactions financières, produits dérivés et échanges d'actifs existants. Chaque jour, des millions de

---

<sup>12</sup> “*Makers and Takers: The Rise of Finance and the Fall of American Business*”



---

transactions financières ont lieu pour une valeur totale de 81,7 billions de dollars. Au final, l'écart entre le volume de la « sphère réelle » de l'économie et celui de la « sphère financière »<sup>13</sup> est très déséquilibré : un rapport pratiquement de 1 à 10.

Le « robinet ouvert » des banques centrales n'est pas étranger à cette prolifération des transactions spéculatives. C'est encore plus criant aujourd'hui. Comme le souligne Frank Vranken, stratège en chef chez Puilaetco, il y a actuellement une énorme dichotomie entre les marchés d'actions et la conjoncture économique. Les bourses continuent de grimper alors que les indicateurs conjoncturels illustrent le choc que vivent les économies mondiales face à la pandémie de Covid-19. « Les marchés sont truqués » ajoute-t-il ...<sup>14</sup> Mais cela n'a pas l'air de susciter un étonnement parmi nous, alors que nous savons bien que le principe de réalité s'imposera un jour ou l'autre. De même, les PEPP aident à soutenir des entreprises zombies, ce qui fausse également l'économie réelle tout en donnant une image faussée des risques.

Comment sortir de cette addiction à cette drogue monétaire ? Comment la stopper alors que nous savons très bien qu'il faudra accepter d'en payer un prix élevé ? Toute cette économie de dettes nous enfonce dans une spirale qui ne permettra aucunement de bâtir le « monde d'après » vertueux.

L'endettement des États membres de l'UE dépassera 100 % du PIB européen à la fin de l'année, en hausse de 15 points par rapport à 2019. La Grèce approchera les 200%, l'Italie 140 % et

---

<sup>13</sup> Dans un précédent article publié dans la *Revue des Stratèges*, nous avons indiqué que le PIB mondial avant crise s'élevait à environ 90.000 milliards de dollars, alors que la sphère financière comportait 400.000 milliards de dollars plus 720.00 milliards de produits dérivés !

<sup>14</sup> L'Echo Belge du 27 mai 2020.el

---

la France 120%. La dette des entreprises européennes s'élevait à 6.400 milliards d'euros fin 2019. On imagine quel niveau elle peut atteindre aujourd'hui. Les entreprises françaises en sont à 2.000 milliards d'euros.

A juste titre, des économistes de l'Agence Française de Développement (AFD) titraient récemment dans un article : « *Les banques centrales, nouvelles gardiennes du chaos ?* ».

**Troisième interpellation : alors que nous souhaitons maîtriser la consommation de matières premières, en raison d'une préoccupation « responsable » à l'égard des jeunes générations, devons-nous laisser les marchés financiers en gérer les volumes et les prix ?**

La crise récente sur les marchés à termes du WTI a mis au grand jour les excès de la financiarisation du pétrole : l'or noir est la matière première la plus « tradée » au monde ... La spéculation n'est pas uniquement le fait d'opérateurs ou de traders, mais aussi de milliers de ménages américains, via notamment le fonds indiciaire coté (ETF) US Oil (USO), qui se propose de répliquer la performance du pétrole brut américain (WTI).

Entre fin mars et fin avril 2020, alors même que la saturation des capacités de stockage commençait à être bien connue, USO a doublé ses encours pour atteindre 4,3 milliards de dollars, dont 1,6 milliards la semaine précédant le « lundi noir » ! L'ETF PowerShares UCO, un produit à effet de levier encore plus risqué qu'USO, a collecté 1,7 milliard de dollars depuis le début de l'année. Mais bien d'autres produits de spéculation existent sur le pétrole : des warrants turbo, des « Contract for difference » ou CFD ... Tout ceci est-il bien raisonnable ?

Second élément. On se rappellera qu'en 2014, le Sénat américain s'était penché à nouveau sur les pratiques de Goldman Sachs,

---

JPMorgan et Morgan Stanley. « *L'implication massive de Wall Street dans les matières premières physiques met notre économie (...) et l'intégrité de nos marchés à risque* », avait estimé à l'époque le sénateur Carl Levin. En accumulant des stocks par des filiales spécialisées, elles s'en servaient pour réaliser des activités industrielles, d'où une situation de concurrence déloyale face aux entreprises non bancaires du secteur.

Ces banques étaient également suspectées de manipuler les cours des matières premières et de gonfler leurs revenus de stockage via leurs entrepôts<sup>15</sup>. Face à ces comportements, Carl Levin avait mis les choses au point : « *Nous ne pouvons pas laisser une importante et puissante banque de Wall Street influencer le prix d'une matière première essentielle pour notre économie, surtout si elle échange des produits financiers liés à celle-ci. Nous devons restaurer la séparation des activités commerciales et bancaires* ». Depuis, les banques ont cédé depuis une partie de leurs activités de négoce. Mais sous d'autres formes, elles continuent d'intervenir sur les matières premières. Et la lancinante question de la séparation des activités bancaires restent posée. L'on garde en mémoire les propos de Christian Noyer, gouverneur honoraire de la Banque de France, en janvier 2016 : « *La séparation des activités bancaires de détail et d'investissement est une fausse bonne idée* ». Avec le recul, en sommes-nous convaincus ?

---

<sup>15</sup> Agefi 21 novembre 2014 : « *Le rôle des banques américaines sur les matières premières est mis à l'index* »

---

### **Quatrième interpellation : Comment voulons-nous définir nos relations avec les régulateurs et les parlementaires ?**

Au fil des crises, le régulateur bancaire a un peu remédié aux situations, mais pas suffisamment. Car l'expérience montre que plus la régulation bancaire s'est développée (par exemple Bâle III), et plus les banques ont adopté des stratégies de contournement de leurs obligations réglementaires. Et comme le régulateur a parfois un train de retard ... nous ne sommes jamais à l'abri d'une nouvelle éruption financière. Qui plus est, dans la crise actuelle, les banques ont bénéficié encore de dérogations.

En outre, le régulateur est généralement « proche » de l'Etat ... Or, l'Etat a souvent des dettes comme nous l'avons indiqué. Et pas pour de petits montants. Donc, le régulateur ne peut pas « gêner » ce recours à l'emprunt souverain. Prenons un exemple que nous connaissons bien. Dans la Directive « Solvabilité 2 », les dispositions du pilier 1 ont perpétué l'incitation des assureurs à investir dans la dette souveraine<sup>16</sup>, tout en pénalisant les placements en actions qui, normalement, eux, financent l'économie réelle. Et comme en France, la transposition de la Directive se fait par décret, aucun parlementaire n'est associé à cette « régulation de connivence ». C'est Bercy qui a les manettes en main. Ainsi, le financement de l'économie fait peu l'objet d'un débat démocratique.

---

<sup>16</sup> Solvabilité 2 conduit à ne pas retenir d'exigences de capitaux au titre du risque de défaut des États (cf. l'art. 180 du règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission).

---

**« Et maintenant, que vais-je faire » ?**

Et pendant que l'horloge tourne, il y a cette vieille chanson de Gilbert Bécaud qui raisonne dans le couloir du métro parisien : « *Et maintenant que vais-je faire, vers quel néant glissera ma vie ...* ». C'est notre patron d'entreprise, qui après une nuit d'insomnie, retourne à son bureau au petit matin. Avec de mauvaises nouvelles à annoncer.

Voilà donc quelques interrogations que nous devrions nous poser pour ce « monde de demain » que beaucoup de concitoyens espèrent et réclament. Il y en a d'autres. Mais prenons déjà celles-là. Alors, la balle est dans notre camp et libre à nous de la prendre ou pas. Nous sommes capables de réconcilier la finance et l'économie.

---

## **Y a-t-il encore un devenir pour une réforme systémique des retraites ?**

*Ernest BERTHET, Directeur général honoraire des services du Sénat, Président du groupe de travail « Recherches Académiques et Partenariats » (RAP) du CILT et spécialiste reconnu de ces organismes*

### **Préambule :**

Engagée, lors de la campagne présidentielle de 2017 sur le slogan suivant : « un euro cotisé donnera les mêmes droits à retraite pour chaque français », la réforme systémique des retraites a été constamment retardée par des soubresauts politiques et sociaux qui ont agité régulièrement notre pays ces deux dernières années. En même temps, les pouvoirs publics et les partenaires sociaux ne sont pas parvenus à définir un programme partagé.

Cette idée simpliste, qui associait également au projet la suppression des régimes spéciaux liés à la fonction publique, plus particulièrement ceux de la SNCF et de la RATP, a été dans un premier temps, bien perçue par une belle majorité de français.

Les travaux confiés à M. Delevoye ont révélé la complexité et la diversité de nos 42 régimes. Le sentiment des Français a évolué de l'acceptation joyeuse dans une confusion entretenue (tous contre les régimes spéciaux), à la méfiance, suite au réveil des corporatismes et s'est terminé par une franche opposition et incompréhension.

---

Désormais, le projet proposé ressemblait à un véritable capharnaüm à force de consentir à l'un, une exception, à l'autre une dérogation et au dernier des délais d'application excluant de la réforme les cotisants actuels. En même temps, des professions influentes se sont mises à manifester, bien en amont, tels les avocats sur un mode très étudiantin ou les transports publics, chacun, bloquant le pays pour faire valoir ses droits.

Ainsi, d'une idée qui paraissait de nature à favoriser l'acceptation de la majorité des Français, on est parvenu au dépôt de deux projets de loi, l'un de 5 articles et l'autre de 65 pour tenir compte des adaptations et des dérogations accordées à certains des 42 régimes de retraites. A été ensuite élaborée une étude d'impact de plus de 1 000 pages, ce qui ne l'a pas empêchée d'être qualifiée par certains, de légère.

Adopté aux forceps, en 1<sup>ère</sup> lecture, par l'Assemblée nationale, le projet de loi n'a pas pu être discuté par le Sénat et son processus s'est brusquement interrompu du fait de la pandémie du Covid 19 et du confinement.

En ce mois de juin, le gouvernement semble désireux de reprendre l'examen de la réforme selon un contour et des modalités qu'il n'a pas encore définis.

Soulignons également que le contexte économique et social a gravement évolué à la suite de l'arrêt, pendant près de trois mois, du fonctionnement d'un grand nombre de secteurs de l'économie française.

---

Aussi, l'impact de cette crise (aide importante des caisses à leurs cotisants, exonération ou report de cotisations et séisme boursier) sur les grands équilibres des régimes de retraites ne permettra plus d'atteindre l'objectif d'équilibre financier souhaité par les pouvoirs publics pour les caisses de retraites entre 2025 et 2027. Le Conseil d'orientation des Retraites dans un avis du 11 juin évalue la baisse supplémentaire des ressources des caisses de retraite à 25.7 milliards d'euros en 2020 sans y inclure les reports ou exonérations de cotisations.

Il faudra donc être patient si l'on y ajoute les conséquences d'une augmentation importante du chômage qui devrait encore plus fragiliser les comptes futurs des caisses.

Malgré cela, les pouvoirs publics, par ailleurs, très déterminés vis-à-vis de certains secteurs en danger, semblent ignorer le coût actuel et futur de la crise sur les équilibres des caisses de retraites car celles-ci ont dû engager une partie significative de leurs réserves pour financer leurs cotisants sans ressources ou ayant des difficultés durant le confinement. On parle d'aides nécessaires représentant plus 10 milliards d'euros à l'AGIRC-ARRCO ; certaines caisses des professions libérales ont voté des secours allant jusqu'à un milliard d'euros

## **Introduction**

Le projet de réforme des retraites contient un certain nombre de dispositions qui représente des avancées qu'il convient de conserver et de développer. Elles faisaient partie des points



---

positifs qui ont été régulièrement mis en avant par les promoteurs de la réforme.

D'autres dispositions, quant à elles pourraient être corrigées pour les rendre plus acceptables par la majorité des français et permettraient peut-être d'éviter toute nouvelle contestation dans les prochains mois car le pays a besoin prioritairement de se redresser.

Nous examinerons ces divers aspects au travers des grands principes énoncés par le projet de loi.

## **I. Le premier principe consiste en l'universalité du système par points proposé**

L'universalité est une idée généreuse pour un pays qui comme la France aspire à toujours à plus d'égalité mais elle est teintée aussi d'une sorte d'idéalisme naïf. Vouloir absorber, dans un seul ensemble, 42 régimes préexistants, entraîne immédiatement des réactions corporatistes, chacun défendant bec et ongles des droits acquis au titre de l'histoire ou d'une spécificité.

Autre objectif qui accompagnait l'instauration de cette universalité, la suppression des régimes spéciaux qui apparaissaient comme trop favorisés.

La création d'un régime unique associé à l'acceptabilité du principe d'universalité ne pouvait qu'être largement battu en brèche par une majorité de régimes car il ne tenait pas compte de

---

la diversité et de la spécificité de grandes catégories de métiers et de leur mode de financement.

Il est donc illusoire d'affirmer cette universalité en voulant intégrer dans un régime unique la totalité des dispositifs des caisses, sans admettre que les conditions de cotisations, les règles d'assiette et l'acceptation du niveau d'épargne sont très différents selon les professions. De ce fait, ne pas vouloir tenir au moins partiellement compte de certaines des spécificités des grands secteurs d'activités liées à la nature de leur emploi et à leurs modes de financement, explique en grande partie, le rejet de la réforme.

L'objectif serait mieux approché si le régime universel ne concernait que le régime de base (à une fois le plafond de la sécurité sociale). Celui-ci obéirait à des règles équivalentes pour chaque catégorie professionnelle et permettrait de rétablir une véritable équité et visibilité pour les cotisants et retraités français, d'autant que ce régime de base universel distribuera environ les 2/3 des prestations vieillesse actuelles.

Au-delà de ce régime de base, de grandes catégories de métiers continueraient à gérer des régimes complémentaires qui seraient adaptés à leurs spécificités mais devraient se rassembler autour de ceux existants pour éviter de recréer cette image d'un nombre de régimes pléthoriques peu adaptée à une gestion responsable et mutualisée. Pour éviter le retour des corporatismes, retenir de 8 à 12 branches professionnelles serait peut-être une piste. Il serait indispensable aussi de créer, à cette occasion, un grand régime complémentaire de la fonction publique, et peut-être, par exemple, un régime rassemblant les entreprises privées et publiques liées aux transports et à la logistique.

---

Le paysage de la retraite serait ainsi mieux conforté et chaque branche assurerait le développement et la solidarité des diverses professions ou secteurs la composant.

Les cotisations de ces régimes seraient donc adaptées aux types de métiers et chacun définirait aussi le bon niveau de revenu de remplacement à obtenir. Il leur reviendrait de développer parallèlement les outils de leur politique sociale au bénéfice de leurs cotisants et de leurs retraités.

Ils pourraient en outre, mettre en place par branche, un 3<sup>ème</sup> pilier en proposant à leurs cotisants des dispositifs définis par la loi « Pacte ». La mutualisation de ces gestions assurerait aux cotisants de ces régimes complémentaires des garanties prudentielles adaptées et l'assistance de gestionnaires professionnels connaissant parfaitement les aspirations des assurés de leur branche.

## **II. Le deuxième principe tend vers l'équité et la justice sociale :**

Ce double principe est assurément celui qui permettrait de retenir des dispositions du projet qui, si la réforme des retraites était repoussée ou abandonnée, devraient être rapidement mises en place car il s'agit là de réparer des injustices flagrantes et d'assurer une meilleure protection des populations les plus fragiles.

---

Les propositions suivantes pourraient rassembler un consensus :

- Etablir la garantie d'une pension minimum de retraite à au moins 85 % du SMIC pour une carrière complète.
- Abaisser l'âge d'annulation de la décote pour ceux qui ont beaucoup travaillé en temps partiel ou pour les carrières heurtées.
- Harmoniser les droits familiaux et les accorder dès le 1<sup>er</sup> enfant.
- Augmenter dès 2021 la retraite minimale des agriculteurs et lui permettre d'atteindre 1 000 € nets en 2022.

Une autre mesure plus sensible mais qui doit s'inscrire dans ce souci d'équité, serait la modification et l'évolution des régimes spéciaux. Plutôt que d'agir avec brutalité, comme l'ont souhaité certains, il est suggéré d'appliquer à tout nouvel entrant dans l'un de ces régimes, le nouveau dispositif qui comprendrait un régime de base et un régime complémentaire.

Par ailleurs, l'Etat devrait s'engager à ne plus compenser des avantages exorbitants du droit commun des régimes déficitaires. Seules les évolutions démographiques très défavorables sur le long terme pourraient être prises en compte pour maintenir des droits équivalents.

Enfin, devraient être supprimée toute contribution qui ne proviendrait pas d'une cotisation des adhérents et de leur employeur car elle ferait supporter à tort une partie du financement de certains régimes par les consommateurs notamment.

---

Ainsi, avec un temps construit, le paysage de la retraite en France tendrait vers une homogénéité plus acceptable et mieux comprise par tous.

### **III. Le principe de responsabilité doit assurer aux partenaires sociaux une participation large et réelle dans la gestion des nouveaux régimes mis en place**

En France, le seul régime de cogestion qui existe et fonctionne efficacement est celui de la retraite complémentaire et on peut raisonnablement affirmer que c'est une réussite à la fois sur le plan de la gestion et sur le plan de l'acceptabilité par les adhérents des mesures prises ; c'est pourtant ce système que le dernier projet de réforme visait à faire disparaître en faisant passer le seuil d'accès du régime unique de 1 à 3 plafonds de la sécurité sociale.

L'AGIRC - ARRCO et les professions libérales ont notamment parfaitement démontré leur sens de la responsabilité et leur savoir-faire dans les régimes qu'ils représentent. Les actions d'anticipation qu'ils développent leur permet de disposer à moyen terme de moyens financiers assurant une bonne visibilité pour une évolution maîtrisée.

Si la soutenabilité économique et les grands équilibres financiers sont actuellement parfaitement définis, ils garantissent aussi aux cotisants et bénéficiaires, une protection contre les éventuelles tentations des pouvoirs publics de mettre à contribution ces régimes pour compenser d'éventuels déficits dans d'autres secteurs.

---

La gestion des caisses doit pourtant s'apprécier sur le très long terme. Les engagements se calculent, classiquement, sur plus de 40 années et les réserves actuelles des caisses les plus « riches » ne font que couvrir des engagements à très moyen terme.

Comme diraient nos amis Suisses : « votre fortune » (réserve) est notoirement insuffisante pour garantir des engagements qui devraient être couverts au plus proche de 120 % par des actifs financiers (normes retenues par de nombreux régimes européens).

D'ailleurs, afin d'assurer cette sécurité financière et cette transparence nécessaire, des audits effectués tous les 3 ans devraient vérifier la solidité actuarielle des caisses et rendre obligatoire des mesures correctives en cas de trajectoire trop défavorable. Par exemple, une couverture des engagements inférieure à 95 % pendant 4 trimestres, devrait nécessiter pour corriger la trajectoire l'intervention d'une autorité indépendante et d'une gouvernance responsable. Enfin, la publication annuelle et publique des comptes des caisses mériterait grandement d'être harmonisée.

Le principe de responsabilité, c'est aussi pour les caisses de retraites françaises, de participer au financement de l'activité de notre pays par le biais du placement des réserves et ainsi d'améliorer la vitalité de nos entreprises, et au-delà de développer le secteur de l'emploi.

---

## Conclusion

Ces quelques réflexions et pistes pourraient faciliter la modernisation de notre régime d'assurance vieillesse et permettraient les ajustements paramétriques rendus nécessaires au retour à de meilleures bases financières pour l'ensemble de nos régimes.

Ainsi, la réforme Touraine sur l'évolution des trimestres nécessaires pour avoir droit à une retraite à taux plein, pourrait être accélérée et une augmentation progressive de l'âge d'ouverture des droits à retraite devra obligatoirement être envisagée dans les 10 prochaines années, rapprochant cet âge d'ouverture de celui de nos voisins européens. En ce domaine, il ne peut y avoir de spécificité française si les équilibres financiers à long terme ne le permettent pas.

Simplifier et harmoniser sans heurt les régimes de retraite français, permettrait, dans ces temps difficiles, d'apaiser les débats et redonnerait à l'assurance vieillesse les moyens de mieux garantir pour tous les Français, des revenus de remplacement à la hauteur de leurs efforts de cotisations mais aussi de permettre à ces régimes d'améliorer leurs moyens d'action en matière sociale et économique.

Stefan Zweig, dans « le monde sans sommeil », prédisait que tout, lorsque la fièvre sera tombée, prendra pour nous une valeur nouvelle, et l'identique, justement, sera différent...

---

## La Vérité

*Jean-Pierre LOUBINOUX, Directeur Général Honoraire de  
l'Union Internationale des Chemins de Fer*

### *La Vérité*

Que d'efforts et débats, querelles, oppositions,  
Que de guerres et combats, certitudes, illusions,  
Pour cherche sans relâche, croire l'avoir trouvée,  
Pour vouloir imposer... l'absolue Vérité

Le besoin de réponses à toutes nos questions,  
Le refus de nos doutes, qui veut des solutions,  
L'angoisse de la nuit et de tous ses mystères,  
Font rechercher le jour, son ordre et ses repères.

Vérité lumineuse, vérité au grand jour,  
Vérité démontrée par l'esprit pour toujours,  
Vérité révélée pour que les religions  
Puissent donner au monde la foi sans la raison.

Qu'elle soit scientifique, en lois ou équations,  
Ou qu'elle soit soit politique, en leurre ou opinions,  
La vérité pourtant a prouvé, dans le temps,  
Qu'elle avait des visages relatifs et changeants.

Mais tout comme le Temps, prisme de réflexion,  
La Vérité des choses n'est que leur perception,  
Qui peut la rendre belle, la nuit comme le jour,  
Selon que notre cœur rayonne ou non d'amour...



---

*Prudence, Prévention, Précaution*

Au cours de son histoire, l'homme a évolué  
Grâce à ce qu'ont produit ses actes et ses pensées...  
Efforts et réussites, conquêtes et constructions,  
Progrès et découvertes, idées et inventions...

C'est un bien long chemin, toujours très difficile,  
Pour vaincre les obstacles et les courants hostiles,  
Qui requiert le courage, l'esprit d'initiative,  
La confiance partagée dans l'action collective.

Ses nombreuses entreprises n'ont pas toutes abouti,  
Et l'échec très souvent a assombri ses nuits,  
Qui doit être leçon, pour les humbles ou les fiers,  
Afin de bien apprendre et de pouvoir mieux faire...

La prudence pour peser, réfléchir, mesurer,  
Devint pour son audace mère de sûreté...  
La prévention aussi, pour bien anticiper,  
Fût pour guérir ses maux mère de sa santé...

La peur de pouvoir perdre ce qu'il avait acquis  
Fit de la précaution le guide de sa vie...  
 Crainte des conséquences, souci de protection,  
Firent de ce principe mère de l'inaction !

L'énergie d'équilibre des forces de la vie  
Doit créer l'impulsion, non la paralysie...

---

## *Solidarité*

Quand on relit l'histoire des peuples sur la Terre,  
Il est frappant de voir qu'elle est faite de guerres,  
Pour leur soif de conquêtes, pour imposer leurs lois,  
Diviser pour régner, ou propager leurs foies.

Croissance des états et orgueil des nations,  
Ou choc des vanités de civilisations,  
Étendant leurs cultures par force et soumission,  
Sont les folies du Monde pour sa domination...

Combien de vies gâchées et de pertes d'espoir,  
De moyens gaspillés dans ces jeux de pouvoirs,  
Guidés par l'absolu et le définitif,  
Quand tout est éphémère, quand tout est relatif...

Mais arrivent parfois des plaies venues du ciel,  
Déluges ou sécheresses, désordres naturels,  
Qui frappent aveuglément, comme ces pandémies  
Qui sont pour tous les gommés l'invisible ennemi...

Qui n'a pas de drapeau, qui n'a pas de frontière,  
Qui attaque et menace la terre tout entière !  
C'est une épreuve à vaincre pour notre Humanité,  
En retrouvant le sens de sa communauté...

Ses valeurs pour gagner redeviennent Unité,  
Universalité et Solidarité !



---

\* \* \*

**Pour plus d'informations sur le Centre des Professions  
Financières, consultez notre site internet :**  
**[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)**

Nous contacter :  
**[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)**  
Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

Centre des Professions Financières  
6 avenue Mac Mahon  
75017 Paris



\* \* \*

**Responsable de la communication :**  
Astrid CERQUEIRA  
**[a.cerqueira@professionsfinancieres.com](mailto:a.cerqueira@professionsfinancieres.com)**