

2016  
Février

LES CAHIERS DU  
CENTRE

*Numéro 31*

*- Actualités -*

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

## CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

[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

## Responsables de la publication

Lucile DUVAL

[l.duval@professionsfinancieres.com](mailto:l.duval@professionsfinancieres.com)

Céline PEYRONNET

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

\* \*

\*

## EDITORIAL

**« "Il faut que tout change pour que rien ne change",  
Giuseppe Tomasi, Prince de Lampedusa »**

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS..... Page 1

**« Des excès de la mondialisation à la démondialisation,  
le pas est franchi »**

Véronique RICHES-FLORES, RICHESFLORES RESEARCH... Page 3

**« La fausse "entrée" des fonds de pension à la pension  
française ! »**

Lionel TOURTIER, GENERATIONS E.R.I.C..... Page 6

**« Or et mines d'or – Naissance d'un nouveau cycle ? »**

Alain CORBANI, FINANCE SA..... Page 17

**« Fonds de pension : l'exemple australien »**

Jean-Pierre MAUREAU, CILT..... Page 19

**« Les taux d'intérêt négatifs sont-ils soutenables ? »**

Patrick VIALLANEX..... Page 21

**« Du bon (et du moins bon) usage des E.T.F. »**

Jean-Jacques PERQUEL, GROUPE FINANCE..... Page 28

## ÉDITO

### « Il faut que tout change pour que rien ne change »

*Giuseppe Tomasi, Prince de Lampedusa*

La faiblesse de l'activité économique mondiale, les craintes de déflation, poussent les banques centrales à financer massivement les États et concourent avec les flots de liquidité qu'elles déversent au maintien de taux négatifs dans de nombreuses zones. Patrick Viellanex revient sur ce sujet et en approfondit les incidences sur les banques, les assureurs, les entreprises, les épargnants. (page 21 à page 27)

Malgré des interrogations nombreuses, notamment sur leur liquidité et leurs capacités réelles de réplication, les E.T.F. ont le vent en poupe. Jean-Jacques Perquel analyse les raisons de leur succès, leurs encours (3billions de\$) dépassent maintenant celui des Hedges Funds, mais, avec ces montants, ils pourraient devenir des acteurs porteurs de risques systémiques. Représentent-ils d'autres menaces ? (page 28 à page 32)

Le Baltic Dry Index est classiquement devenu un instrument de mesure de l'activité du commerce mondial. Il est aujourd'hui au plus bas depuis sa création en 2005. Les échanges commerciaux ne progressent plus qu'au rythme de l'activité économique mondiale ; il y a quelques années encore ils progressaient du double. Véronique Riches-Florès poursuivant une analyse qu'elle a initiée, il y a un peu plus d'un an, nous livre sa réflexion sur la mondialisation. (page 3 à page 5)

Signe précurseur ou anomalie dans des marchés de matières premières et d'actions en forte baisse, une classe d'actifs, devenue marginale depuis quatre ans, -l'or- s'inscrit dans une dynamique haussière. Que peut-on en penser ? Alain Corbani mesure le mouvement et en analyse le potentiel. (page 17 à page 18)

En fin d'année dernière, les fonds de pension ont été remis en avant et présentés comme des acteurs providentiels pour financer à long terme l'économie française. Dans ce domaine les capacités et les perspectives sont très inégales selon les cultures et les pays. Je rappelle quelques chiffres que tout le monde connaît concernant la France où les marges de manœuvre semblent assez limitées et les réserves faibles. Quelques éléments chiffrés sur le système australien, aux antipodes, permettent de mesurer le chemin à faire. (page 19 à page 20)

Lionel Tourtier, dans un article très documenté, engagé et sans concession, fait part de ses analyses et de ses convictions pour la création en France d'un programme ambitieux en faveur de fonds de pension plus forts. (page 6 à page 16)

Jean-Pierre MAUREAU  
Cahiers du Centre  
CILT

15 février 2016

\* \* \*

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :

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

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières  
20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :

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

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

\* \* \*

## DES EXCÈS DE LA MONDIALISATION A LA DÉMONDIALISATION, LE PAS EST FRANCHI

Le mouvement de mondialisation sur lequel a surfé l'économie mondiale depuis le début des années quatre-vingt-dix s'est interrompu avec la crise de 2008, puis a commencé à se déliter avec la rupture de la politique chinoise de 2011 et la crise européenne de 2012. C'est, aujourd'hui, un vent de démondialisation que promet la crise en présence.

### Du canal de Panama à celui du Nicaragua<sup>1</sup>

Ainsi va le monde, chaque épisode de dynamisme démographique de notre histoire a donné lieu à une multiplication des échanges et des flux de capitaux. Pour subvenir aux besoins d'une population jeune et plus nombreuse, les frontières ont toujours été repoussées, au point, bien souvent, de donner l'illusion d'une possible disparition. Entre l'aspiration bien humaine de dépasser les barrières physiques et les forces économiques, l'équilibre n'est, toutefois, pas facile à trouver. À chacun de ces épisodes ont correspondu des dérèglements économiques profonds, le plus souvent, sur fond d'accumulation insoutenables de dettes, à l'origine de crises de systèmes, de défauts en cascade, d'inflation galopante ou de conflits. Sans faire le lien avec les racines démographiques de ce mal, Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff décrivent de manière précise ces dysfonctionnements récurrents de nos économies dans leur fascinant ouvrage « [This time is different](#) », dans lequel les points de similitude avec la période que nous traversons sont trop percutants pour ne pas forcer à regarder la crise présente à travers le prisme qu'ils suggèrent.

La mondialisation, nous le savions avant qu'elle ne soit court-circuitée par la crise de 2008 est allée trop loin, trop vite, pour pouvoir se poursuivre au rythme effréné qui fut le sien durant les années deux mille. En mettant hors-jeu les réglementations qui, bien que souvent trop pesantes, avaient été pensées pour servir de garde fous et prévenir les excès, elle a poussé aux extrêmes nos systèmes sous l'effet hypnotiseur de ses promesses. Source de croissance, presque infinie, la perspective d'une globalisation des échanges physiques, financiers ou, aujourd'hui, numériques, a offert des opportunités de développement inégalées. A l'instar de Google ou autre Gafa (acronyme des géants du Net que représentent Google, Amazon, Facebook ou Apple), le champ d'action susceptible d'être conquis par une entreprise ne se limite plus à celui de son pays ou de sa région mais peut, en une poignée d'années, acquérir une force de frappe globale, permettant aux populations du monde entier d'avoir accès aux mêmes services, aux mêmes informations, au même mode de vie. L'impulsion donnée au processus de développement par la mondialisation est inédite et d'une extraordinaire puissance. Seul manque à ce processus le temps de lui offrir les ressources dont il a besoin pour être tenable. Le recours à l'endettement a permis de griller ces étapes et de devancer l'appel, en consommant plus vite tout en préemptant nos revenus de demain. Mais, comme la cigale de M. La Fontaine à la veille de l'hiver, que reste-t-il précisément pour nos lendemains ?

La Chine, dont on comprend qu'elle a été le principal moteur de ce gigantesque mouvement de mondialisation croule aujourd'hui sous des dettes privées de plus de 200 % de son PIB que sa démographie rapidement vieillissante ne permettra de rembourser qu'au prix de lourds et durables sacrifices. Par ailleurs, l'élévation de son niveau de vie lui impose un remodelage de son industrie de main d'œuvre, en industrie à fort contenu en valeur ajoutée qui, jamais, ne sera susceptible de lui offrir autant de débouchés que par le passé. Il lui faut donc compter sur l'essor de son économie de

---

<sup>1</sup> En référence au projet pharaonique du Hong Kong Nicaragua Canal Development group, de construction d'un canal transocéanique, alternative au Canal de Panama, initié en 2012).

services, tout en sachant cependant que celle-ci ne sera pas en mesure de lui donner les ressorts de productivité nécessaires à la croissance requise pour repayer ses dettes et assurer un rythme de développement à hauteur de ses aspirations. Pour pouvoir construire un modèle de croissance endogène, à l'image de ce qu'ont su faire les États-Unis d'Amérique après la seconde guerre mondiale, il lui faudrait pouvoir compter sur un essor du crédit qu'elle a déjà épuisé au lendemain de la crise de 2008.

### **La chute du prix du pétrole accélérateur de la démondialisation**

Sans la Chine que reste-t-il des espoirs du reste du monde émergent dont l'essor depuis le milieu des années deux-mille a tenu, presque exclusivement, à l'abondance de ressources à l'exportation offertes par les besoins de l'Empire du Milieu ? Le coup de frein donné en 2011 par les autorités chinoises à leur expansion monétaire frénétique des trois années précédentes a stoppé net la croissance des flux de commerce avec le reste du monde. Voilà trois ans que la croissance de la demande mondiale de produits manufacturés est quasiment à l'arrêt, trois années au cours desquelles les pays d'Asie en développement, Chine comprise, ont vu s'éroder le socle traditionnel de leur croissance ; autant de temps durant lequel les effets dépressifs de cette situation n'ont cessé de se propager et de se muter en pressions déflationnistes croissantes à travers le monde.

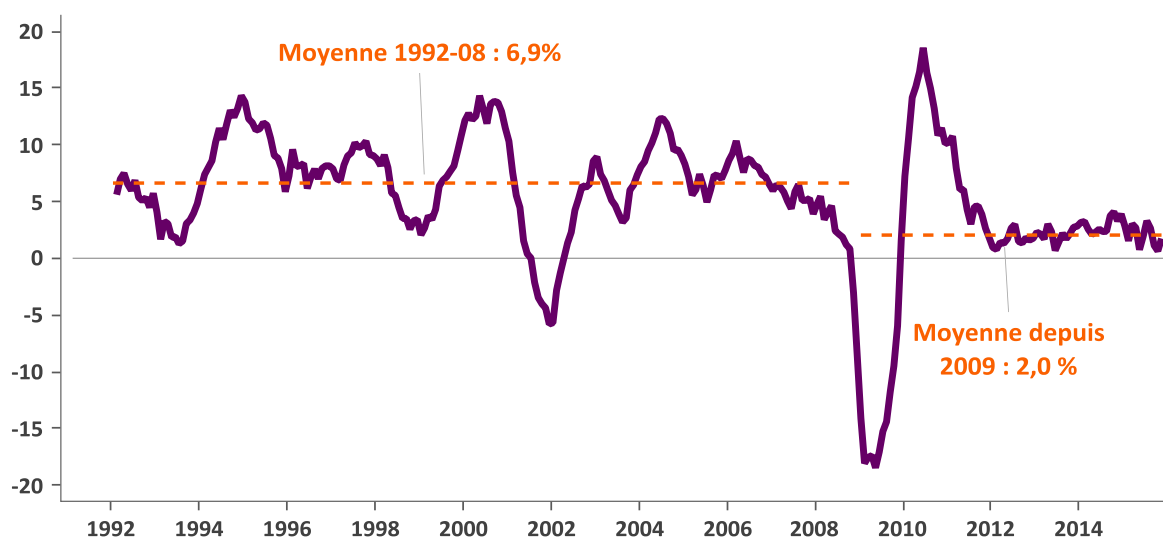
La baisse des prix des matières premières est la résultante logique de cette situation et de ce qu'elle nous renvoie du monde émergent, à savoir, une profonde et nécessaire remise en cause des perspectives de rattrapage structurel sur lesquelles ont reposé les anticipations de croissance mondiale au lendemain de la crise de 2008. On aurait tort, en effet, de ne voir dans l'effondrement des cours de l'or noir que la seule résultante de la lutte de pouvoir que livre l'Arabie Saoudite aux producteurs du reste du monde, sans considérer l'origine de ses motivations, c'est-à-dire la reconsidération du potentiel de développement futur du marché pétrolier qu'impose la détérioration persistante des perspectives structurelles du monde émergent depuis trois ans. En 2013, l'OCDE estimait à 6,1 % en moyenne par an, le potentiel de croissance pour cette moitié du monde à horizon 2025 ; déjà abaissées à 4,9 % dans son dernier exercice prévisionnel, jusqu'où devront être revues, demain, ces projections de long terme ?

Avec la chute des cours des matières premières disparaissent près de 2 000 milliards de dollars de revenus annuels pour les pays exportateurs, un manque à gagner que les bénéficiaires des pays consommateurs, devenus trop dépendants de la demande du monde en développement, ont bien peu de chances de combler.

On comprend mieux, dès lors, la corrélation de ces derniers mois entre la chute des cours du pétrole et celle des indices mondiaux des marchés d'actions dont les valorisations de ces dernières années, ont essentiellement trouvé leurs justifications dans les espoirs, aujourd'hui reconsidérés, suscités par le développement d'un monde émergent en pleine ébullition. En voulant aller trop vite, le monde émergent a grillé ses cartouches. À coup de surendettement généralisé, en partie financé par les injections astronomiques de liquidités injectées par les banques centrales du monde développé, ces économies pourraient avoir entamé pour longtemps le potentiel de rattrapage dont elles semblaient pouvoir disposer il y a encore peu. De ressource de croissance planétaire, le monde émergent s'est transformé en menace multiforme pour l'équilibre financier et géopolitique international, avec pour conséquence vraisemblable une accentuation du mouvement de démondialisation dont on ne peut que redouter les effets négatifs en cascade à venir.

## Importations mondiales de marchandises

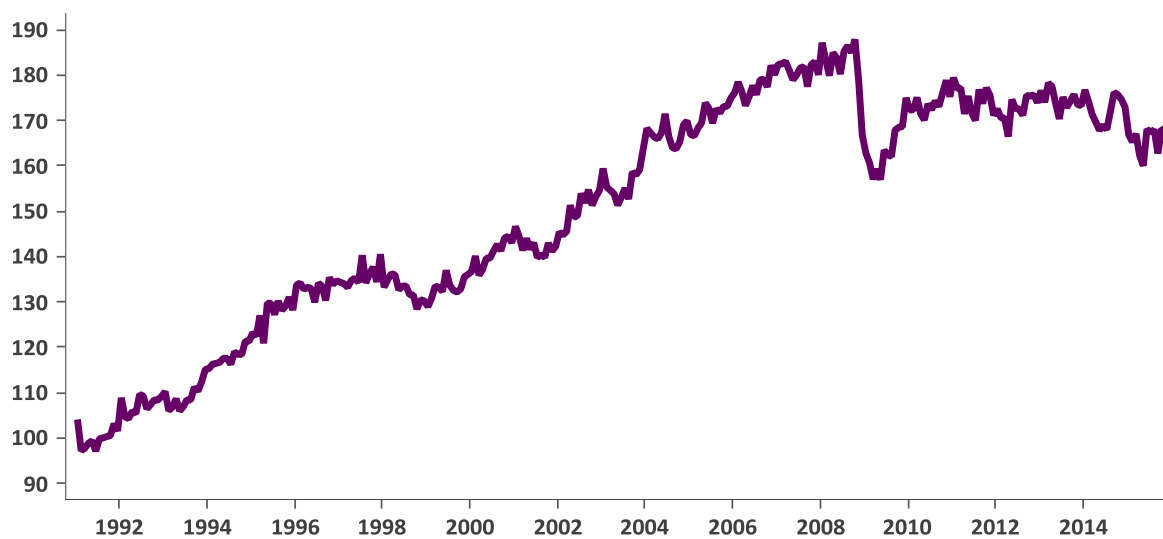
Glissement annuel en %, en volume



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

## Contenu en importations de la production du monde émergent

Importations en volumes/production, indice 1991=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Véronique RICHES-FLORES  
Economiste, RichesFlores Research

\*\*\*

## LA FAUSSE « ENTRÉE » DES FONDS DE PENSION À LA PENSION FRANÇAISE !

*On savait qu'il y avait des fausses « sorties » dans le monde politique. On sait maintenant qu'il y a aussi des fausses « entrées », au sens de poser une bonne question et d'y répondre à côté... Les fonds de « pension à la française » en sont l'illustration.*

Bien comprendre l'imbroglio « sémantique », qui s'est bâti les dernières semaines, nécessite de refaire un rapide historique. Début novembre 2015, Emmanuel Macron a dégagé les grandes orientations de sa seconde loi, « #NOE », ou « *Nouvelles Opportunités Economiques : une chance pour la France* ». Le chapeau introductif du dossier, présenté à la presse le 9 novembre, est sans ambiguïté en termes d'objectifs : « *Prendre appui sur les nouvelles opportunités permises par le déploiement du numérique, les progrès induits par l'innovation et les évolutions sociétales, pour favoriser la croissance économique, encourager l'emploi et améliorer le bien-être de nos concitoyens* ».

### Les défis de l'économie digitale et de son financement

La première partie sur les enjeux de l'économie digitale est un régal pour tous ceux qui sont conscients de l'importance de saisir, le plus tôt possible, toutes les opportunités des innovations technologiques, qui plus est dans un environnement mondial de plus en plus concurrentiel. Car tous les pays veulent profiter du numérique. Nous avons l'avantage en France d'avoir de vraies compétences chez nos ingénieurs et graphistes. #NOE constitue donc un début de stratégie contre la « France du déclin » qui se dessine. Il était temps que quelqu'un au gouvernement montre une vision moderne de l'avenir, dans un ton résolument engagé et optimiste ! On s'éloigne enfin de l'économie des taxis...

A la lecture de #NOE, tous ceux qui avaient la fibre entrepreneuriale ont applaudi des deux mains. Toutefois, la vitesse étant ici un facteur essentiel de réussite, on attendait donc la suite : le comment. Se posait à cet égard la question du financement, ce que la seconde partie du projet aborde lucidement, mais de façon très (trop ?) générale : « *La France présente une structure de financement qui fait la part belle au financement bancaire intermédié, alors qu'une économie d'innovation avec des investissements à la fois plus lourds, plus rapides, plus immatériels, plus risqués nécessite d'abord et avant tout des financements en fonds propres. C'est pourquoi nous devons améliorer leur capacité à financer les investissements et leur changement d'échelle qui leur permettront d'acquérir une taille internationale* ». Nouvel applaudissement devant ce constat, au demeurant formulé à de nombreuses reprises et depuis longtemps... Néanmoins il a le mérite d'être rappelé. Surtout, il est très proche de ceux, au plan européen, qui ont conduit au « Plan Junker » mais aussi au projet d'UMC, avec l'idée chère au Commissaire Jonathan Hill de « méga » fonds de pension européens. Y-aurait-il chez nous un début de mise en cohérence économique ?

Quelques lignes plus loin, le financement de l'immatériel introduit la prise de position suivante : « *Aujourd'hui de nombreux acteurs<sup>2</sup> ne peuvent investir dans l'immatériel et conquérir le monde numérique parce que leurs règles professionnelles leur interdisent ou ne leur permettent pas. L'ambition, c'est de supprimer les barrières, ouvrir les portes aux investissements qui permettront l'émergence de nouveaux services et de nouvelles activités.* » Il faut lire ici entre les lignes, mais les investisseurs institutionnels, confrontés à une régulation de plus en plus excessive, pouvaient y voir un début de

<sup>2</sup> En réalité, nous verrons un peu plus loin que ces « acteurs » se limitent aux assureurs en peine avec S2.



« libéralisation », mais un début seulement. N'oublions pas les affres d'IFRS 9 ! Et puis l'EIOPA veille au grain.

Cet espoir implicite devient beaucoup plus clair lors des conclusions de la journée de présentation du projet. Elles permettent à Emmanuel Macron d'enfoncer le clou dans le mur des idéologies qui bloquent l'adaptation nécessaire de notre pays à la 3<sup>ème</sup> révolution industrielle décrite par Christian Saint-Etienne : *« Le capital est clé parce qu'on est dans une économie de la disruption tout de suite mondialisée, où tout va très vite ; et donc si on n'est pas en capacité de financer cette innovation très vite, très fort, on se fait distancer par celles et ceux qui mettent beaucoup de capital ».*

On exulte et l'on se dit que notre ministre a parfaitement analysé le financement de « l'uberisation ». Selon l'expert Ollivier Ezraty qui a produit une étude remarquable<sup>3</sup> sur son blog, *« la stratégie des investisseurs d'Uber ainsi que dans les startups consiste à faire des paris sur les leaders de segments émergents et de les saturer en moyens financiers pour créer le plus rapidement possible des monopoles de fait et asphyxier les concurrents. Le surfinancement de ces startups crée ainsi un avantage concurrentiel indéniable : la possibilité de tenir longtemps, notamment en faisant des pertes, mais aussi de casser les prix et de se développer rapidement à l'international. Il soutient une véritable stratégie de blitzkrieg entrepreneurial ».*

On en déduit que l'Etat va donc se mettre au diapason de cette stratégie financière « blitzkrieg à l'américaine ». D'ailleurs, arrive le chant de « l'Angelus numérique » ; l'annonciation qui transporte de joie tous ceux qui militent depuis des décennies pour la mise en place en France de vrais fonds de pension: *« L'économie de disruption, quelles qu'en soient les formes, c'est une économie qui a besoin de fonds propres, de capital. Et donc il faut ramener le capital de nos épargnants vers le financement de l'économie réelle, et beaucoup moins vers le financement de l'obligataire. C'est des changements réglementaires sur lesquels on se bat avec Michel SAPIN. Il faut développer une forme de fonds de pension à la française et adapter le cadre fiscal à ce changement. »*

### **Fonds de pension : parlons-nous bien de la même chose ?**

Fonds de pension : le mot est dit. Bien sûr, chacun sait ce qu'est un fonds de pension : un accord paritaire d'entreprise, voir une structure publique comme l'est NEST en Grande Bretagne (*National Employment Savings Trust*), dans le but de capitaliser des droits à la retraite. Bref, une caisse de retraite, mais en capitalisation. L'employeur (ou sponsor) conclut une convention avec l'IRP (Institution de retraite professionnelle) aux termes de laquelle cette dernière s'engage à payer aux membres du personnel de l'entreprise une pension complémentaire. L'employeur quant à lui s'engage à payer les contributions nécessaires à l'IRP pour faire face aux engagements de pension en prestations définies. En cotisations définies, la dotation du sponsor se traduit par une cotisation en pourcentage du salaire<sup>4</sup>.

Un fonds de pension n'est donc pas un contrat d'assurance, et juridiquement la différence est grande. Ce qui explique que les régulations IORP et Solvabilité soient différentes, en raison même de la nature des engagements. Un fonds de pension peut baisser les pensions, augmenter la contribution du sponsor (l'entreprise), ne pas indexer les pensions pendant une certaine période, voire tout arrêter ou fermer le fonds. Ce dispositif entre le plus souvent dans le cadre d'un régime paritaire, c'est-à-dire au cœur d'un dialogue social souvent intergénérationnel, comme aux Pays-Bas où les retraités sont présents au conseil d'administration des fonds.

<sup>3</sup> La dimension financière de l'uberisation <http://www.oezraty.net/wordpress/2015/dimension-financiere-uberisation/>

<sup>4</sup> Une forme intermédiaire entre les plans à cotisations définies et ceux à prestations définies : les plans « cash balance ». L'employeur garantit non seulement l'attribution des contributions mais également un rendement déterminé sur ces contributions.

La flexibilité dans la gestion générale du système de retraite « fonds de pension » est donc importante, et la gouvernance très « responsabilisatrice » entre les parties prenantes, à l'exemple du rôle des trustees. En effet, un « trustee » a l'obligation et donc la responsabilité de préserver le capital du « trust » (fonds de pension), de gérer tant le capital que ses revenus en conformité avec les dispositions statutaires du « trust », qui définissent par ailleurs la ou les catégories de bénéficiaires. En règle générale, il est élu par ses pairs, en l'occurrence les salariés de l'entreprise sponsor. De façon générale, l'instauration de nouvelles règles de gouvernance montre d'ailleurs une professionnalisation des administrateurs, une option qui se développe aux Pays-Bas.

Aux Etats-Unis, les choses sont un peu différentes, alors que ce sont les syndicats de salariés qui sont à l'origine de ce dispositif à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle. En effet, les gestionnaires des fonds, de par la loi Erisa, sont responsables sur leurs deniers propres. D'où, de facto, l'absence de représentants de salariés aujourd'hui dans les organes de gestion. De fait, l'employeur fixe ses propres règles pour les DB (Defined Benefits), ce qui explique sans doute le choix de taux d'actualisation inadaptés pour beaucoup de fonds de pension américains (malgré le funding status<sup>5</sup>), et pire, certaines manipulations. Un autre mode de gouvernance eut été sans doute plus judicieux. D'ailleurs, au Canada, là où les syndicats sont présents au Conseil d'administration des fonds de pension, la situation est très différente.

Cependant, n'oublions pas de rendre à César ce qui est à César : c'est grâce à de nombreux fonds de pension américain, comme CalPers en Californie notamment, que les progrès de gouvernance au sein des entreprises (émetteurs) dans le monde entier ont été enregistrés, tout comme les questions de R.S.E., par exemple sur le travail des enfants. Les « blacklist » des fonds aux Etats-Unis sont très efficaces<sup>6</sup>... Leur dernière initiative, c'est de lutter contre les entreprises qui fabriquent et vendent des armes, à l'image de Walmart, Smith&Wesson et même des fonds d'investissement comme Cerberus Capital Management, obligé sous la pression de se désinvestir de ces valeurs. Ce qu'Obama ne réussit pas à faire, les fonds de pension s'y attaquent très concrètement.

De nombreux types juridiques de fonds de pension existent en Europe<sup>7</sup> et dans le monde entier ; mais globalement, ils se différencient nettement d'un régime assurantiel, même si certains fonds externalisent leur gestion à des assureurs, voire réassurent les risques de longévité. C'est sans doute ce mélange des genres entre fonds de pension et assureurs reprenant l'engagement de verser des pensions de retraite par capitalisation qui a créé un imbroglio entre les deux régulations : IORP et S2. Les enjeux que représente le grand marché des retraites en Europe attisent les tensions...

Hormis le cadre d'IORP européen instauré en 2003, les fonds de pension sont sous la tutelle des banques centrales nationales. C'est ce qui a permis lors des crises financières, en raison même de la durée des fonds, de lisser dans le temps les efforts de reconstitution des marges de solvabilité pour les fonds à prestations définies. Nous sommes donc loin des stress test de Solvabilité 2. C'est heureux car cela aurait conduit toutes les entreprises sponsors à affecter leur cash-flow pour renforcer les fonds propres de leurs fonds de pension, et cela au détriment de leurs propres investissements métiers. Le cabinet Tower Watson avait évalué en 2013 que la hausse des provisions techniques pour

---

<sup>5</sup> Le funding status est égal à la différence entre l'actif du fond de pension à sa valeur de marché et le stock de pensions futures à verser actualisé. C'est donc son niveau de capitalisation. Depuis 2012, il est possible d'actualiser aux USA les paiements de prestations futures à une valeur actuelle en utilisant une moyenne sur 25 ans des taux des obligations plutôt qu'une moyenne de 2 ans.

<sup>6</sup> « Walmart Blacklisted By Major Pension Fund Over Poor Labor Practices » - Huffpost Business - 1<sup>er</sup> mai 2012

<sup>7</sup> Historiquement par exemple, les fonds de pension de droit belge devaient prendre la forme d'une association sans but lucratif (« ASBL ») ou d'une association d'assurance mutuelle (« AAM »). Lors de la transposition d'IORP, le législateur belge a sorti les fonds de pension du champ d'application de la législation de contrôle des entreprises d'assurance et a créé un statut autonome et distinct pour les IRP (l'OFP ou Organisme de Financement de Pension). Ce n'a pas été le choix fait en France, sous la pression de certains acteurs voulant se prémunir contre la concurrence européenne. On ne peut que le regretter aujourd'hui.

les fonds de pension du Royaume-Uni et des Pays-Bas aurait été respectivement de 600 milliards et 120 milliards d'euros, en majeure partie à la charge des entreprises !

Or, le retour à la normale des marchés financiers a facilité bien souvent la reconstitution des ratios de solvabilité. C'est le bienfait du long terme et du lissage des risques.

Devant les propos d'Emmanuel Macron, l'on se plait, à ce moment-là, à espérer que notre pays puisse désormais mettre son dispositif de retraite en harmonie avec la plupart de ceux qui existent dans les grands pays de l'Union européenne ; ce qui permettrait, au passage, de favoriser la mobilité professionnelle dans les pays membres<sup>8</sup>. L'on se dit aussi que l'on va pouvoir mettre en place un vrai véhicule d'investissement en France, capable de relancer la dynamique de l'épargne financière, avec une durée suffisamment longue pour profiter des opportunités offertes par les investissements de croissance : dans le numérique, l'énergie et les infrastructures.

Le souhait d'échapper au squeeze des taux anormalement bas, impulsés par la BCE, serait ainsi exhaussé. Bref, les idées d'Emmanuel Macron laissent entrevoir une lumière au bout du tunnel, plutôt obscurci par des années d'errance économique face à une profonde mutation de l'économie contemporaine.

### **Le « marié était trop beau » !**

Mais à peine fut prononcé le mot « fonds de pension » que nous assistons à un revirement. Le 27 novembre, lors de la conférence organisée par la FFSA pour la COP21, le ministre de l'Economie rectifie ses propos, sans doute sous la dictée, pour ne pas dire la pression des plus hautes autorités de l'Etat : « *Soyons clairs, notre objectif n'est pas de modifier les équilibres entre retraite par répartition et par capitalisation en France, ni de bouleverser le marché des produits d'épargne retraite. Ce n'est pas de livrer au marché la protection sociale* ». Sachant que l'épargne retraite n'assure qu'un peu plus de 2 % des pensions de retraite dans notre pays, on comprend immédiatement, par l'usage du mot « équilibre », que les ambitions affichées dans #NOE sont remises à plus tard. La dégradation du taux de remplacement a encore de beaux jours devant elle.

D'ailleurs, les quelques semaines qui suivent confirmeront que #NOE a disparu dans les méandres de la future loi de Madame El Khomri sur la réforme du Code du travail. Exit le financement de l'économie numérique... étouffée par un corpus de normes sociales, voire fiscales. Quant à la « *protection sociale livrée au marché* », on se demande pourquoi l'on assiste depuis plusieurs mois à un mouvement subtil de déport des prestations de la Sécurité sociale vers les assureurs, IP et mutuelles... On pourrait d'ailleurs s'interroger sur l'ANI « complémentaire santé obligatoire » et les ventes à perte qu'elle entraîne en ce moment sur le marché<sup>9</sup>. Ceux qui étudient la question savent que la Sécurité sociale et son ministère de tutelle voudraient se recentrer sur les grands risques et laisser audit « marché » la prise en charge du coût de la prévention. Pourquoi pas. Mais cela nécessiterait quand même d'en débattre au plan national, n'est-ce pas ?

Le « Trafalgar » des fonds de pension français, le second après la loi Thomas (pourtant largement poussé par Bercy à l'époque) était peut-être annoncé. Car bien avant le repli du ministre, soit le 9 octobre 2015, la Direction du Trésor avait ouvert une consultation sur la modification du cadre prudentiel des régimes de retraite supplémentaires d'entreprise. Pas moins de 19 questions dont le niveau de complexité montre que l'opération n'est pas aisée. L'idée est de réduire les contraintes de Solvabilité 2 pesant sur ces contrats (art.82, art. 83, art.39, voire *le Madelin*, et bizarrement le PERCO

<sup>8</sup> Il est et sera toujours impossible de transférer des droits Agirc-Arrco dans un régime de 2ème pilier en Europe

<sup>9</sup> « Avec les contrats à 15 euros, tout le monde est perdant ». Philippe Dabat, Directeur général délégué, AG2R La Mondiale – La Tribune 25.11.2015 (la durée du contrat est estimée à 7 ans, un délai insuffisant pour équilibrer les charges du dispositif).

qui n'est pas un contrat d'assurance,) à travers la création d'un « régime ad hoc » placé sous IORP 1, et 2 demain. On y logerait les quelques « 130 milliards » de l'épargne-retraite...

De fait, les initiateurs du projet pensent, qu'en échappant à Solvabilité 2, une plus grande partie des actifs pourra être investie en actions. On comprend bien ici l'intérêt des « assureurs » soumis à la pression de taux anormalement bas, mais l'on voit mal où se trouve l'intérêt collectif au regard du besoin de disposer d'un complément de retraite par capitalisation et des impératifs de financement de l'économie numérique. Mais ainsi va la France...

### **Pourquoi cette option du transfert n'est pas selon nous la solution ?**

Les futures générations ont besoin d'une vraie retraite par capitalisation. Et l'économie Française a besoin de vrais fonds de pension et non d'un dispositif de type « usine à gaz » comme nous le savons faire traditionnellement dans notre pays, au titre d'une spécificité de notre modèle social qui a montré ses limites aujourd'hui. Il conviendrait donc de poser la bonne question et non de mobiliser des ressources intellectuelles sur une problématique circonstancielle qui n'a pas réellement d'avenir. Pour le comprendre, prenons les problèmes un par un.

Commençons par le transfert de cadre prudentiel, en se focalisant sur les contrats 83 qui représentent l'essentiel des encours réellement exploitables. Pour être précis, les contrats 82 sont quasi à l'abandon, tandis que les contrats art. 39 servent plus de rentes qu'ils ne reçoivent de cotisations. Le PERCO n'est pas un régime assurantiel, et il montre de faibles encours, concentrés sur les seniors qui vont certainement sortir en capital sur les 10 prochaines années en raison de la baisse des pensions de l'Agirc Arrco. En outre, il prévoit de nombreux cas de sortie anticipée. Peu d'intérêt en l'état dans une perspective de long terme.

Restent donc les art.83 dont les encours ne progressent pratiquement pas, nous verrons pourquoi plus loin. De fait, ce n'est pas 130 milliards que l'on peut potentiellement transférer (chez les assureurs, les provisions mathématiques sont de 80 milliards fin 2014), c'est certainement moins. Il serait sans doute judicieux d'avoir des statistiques plus précises, en particulier les encours par produits et classes d'âge, ce qui permettrait d'avoir une meilleure idée des « sorties » à venir, c'est-à-dire des flux de rentes en volume sur les 15 prochaines années. Au plan de la gestion d'actifs, on comprendra que l'approche en stratégie d'allocation d'actifs est différente selon que l'on se trouve en phase de constitution du capital ou en phase de versement des rentes.

Ceci précisé, le transfert du cadre prudentiel des art.83 pourrait se trouver confronté à des contraintes non négligeables, dès lors que l'on voudrait s'affranchir de l'accord d'entreprise signé par les partenaires sociaux. Si l'on veut filialiser l'activité d'épargne-retraite<sup>10</sup> correspondant essentiellement aux contrats collectif art.83 d'une compagnie d'assurances, ce qui semble le schéma envisagé par Bercy, il faut admettre que juridiquement, il y a changement de créancier. En outre, les art.83 bénéficient aujourd'hui d'une garantie en capital lorsqu'ils sont investis en produits de taux. Beaucoup de raisons militent donc pour obtenir l'accord des employeurs et des salariés, représentés par les syndicats (qui sont d'une certaine manière « du croire » des engagements de l'accord). Certains experts « chuchotent » que l'ACPR n'est pas éloignée de cette analyse. Nous verrons aussi ce qu'en dira l'EIOPA. Second point, soulevé par un actuaire spécialiste de Solvabilité 2, un des meilleurs : le transfert se fera-t-il en valeur de marché ou en prix de revient ? Selon, la réponse, les risques potentiels en fonction de l'évolution des marchés financiers sont loin d'être négligeables.

<sup>10</sup> L'ordonnance du 23 mars 2006 qui transpose la directive IORP avait prévu la création d'une nouvelle personne morale permettant de commercialiser des plans d'épargne retraite en France et en Europe, mais strictement limitée à cette activité. Il semble que c'est sur la base de cette option que travaille Bercy.

Pour autant que toutes les contraintes techniques et juridiques soient levées, le transfert serait-il de nature à relancer une dynamique de l'épargne longue pouvant financer en partie l'économie digitale ? Après tout, c'est le plus important. Au sein de GENERATIONS E.R.I.C. nous ne le pensons pas. D'abord, un transfert de stocks avec de faibles flux ne répond en aucune manière au problème du financement de l'économie numérique, c'est-à-dire aux soutiens des start-up. Leur financement, dans un marché mondial très concurrentiel implique de massifier les flux et d'aller vite comme l'indiquait Ollivier Ezraty.

Or la véritable cause du faible engagement des entreprises à développer les régimes supplémentaires de retraite, ce n'est pas S2 : c'est l'instabilité fiscale au sens large (i.e cotisations sociales), en particulier de l'art.83, puisque les deux autres dispositifs (art.82 et 39) sont désormais quasi à l'arrêt en termes de collecte. En effet, depuis 2005, les avantages fiscaux et sociaux du « 83 » sont remis régulièrement en cause presque chaque année par l'Acoss (la Sécurité sociale), voire la Cour des comptes pour ce qui relève d'avantages catégoriels, limités en nombre de bénéficiaires, et jugés coûteux pour la collectivité.

Il faut bien comprendre ici que tous ceux qui réclament des niches fiscales supplémentaires pour développer l'épargne financière font, selon nous, une double erreur de raisonnement.

D'abord parce que les finances publiques restent chaque année en déficit, avec un accroissement mécanique de la dette. Le budget 2016, intenable faut-il le marteler, doit nous servir de fil directeur : l'écart entre les dépenses (296 milliards d'euros) et les recettes de l'Etat (221,5 milliards d'euros) aboutit à 33 % de dépenses excédentaires. C'est considérable. Où est le progrès revendiqué en termes d'économie ?

Quant au ratio dette sur recettes fiscales, il atteint le chiffre de 900 % ! En cas de remontée des taux d'intérêts, l'ardoise sera très élevée pour la nation, sans parler de la probabilité d'un krach obligataire. Et l'Etat aura bien besoin de recettes supplémentaires pour y faire face.

Avec un taux de croissance potentiel qui reste très faible (environ 1 %), fonder une stratégie nationale d'épargne sur l'idée que l'Etat va continuer de financer des avantages qui ne concernent, comme le souligne la Cour des comptes, qu'un nombre limité de citoyens (contribuables) est donc pour le moins hasardeux.

En termes d'amortissement de la dette, la pression fiscale, déjà parmi les plus élevée en Europe, est devant nous et pas derrière. La réduction de nos prélèvements obligatoire exigera forcément un coût social et une baisse drastique de notre protection sociale qui atteint 34 % du PIB, en partie financée par la dette. Pour bâtir une stratégie d'épargne de long terme, nous pensons qu'il faut prendre en considération la réalité de nos finances publiques et leurs évolutions probables à terme.

Cela signifie qu'un système d'épargne longue ne doit pas dépendre de la fiscalité au plan de la souscription de base, au risque d'être remis en question en permanence comme cela a été le cas pour les contrats assurantiels, voire le PERCO. Cela dissuade les employeurs, car ils sont incapables de maîtriser le coût de leur politique sociale (en particulier la retraite) sur plusieurs décennies. Par contre, son essor implique de modifier la fiscalité du capital pour encourager l'investissement. Ensuite, croire que des avantages fiscaux à la souscription vont inciter les jeunes générations à développer un effort d'épargne individuelle dans une perspective de retraite est une forme de tromperie : car le budget de l'Etat étant durablement en déficit comme nous l'avons souligné, le poids de la dette déporté sur les générations à venir continue de grossir (2.166 milliards €). On donnerait donc d'une main un crédit d'impôt pour épargner pour sa retraite, tout en le reprenant, le moment



venu et certainement de façon majorée, lorsqu'il faudra bien rembourser les prêteurs qui financent notre endettement national<sup>11</sup>. Ce n'est pas éthique au plan générationnel. Lorsque les Allemands ont mis en place leurs rentes « Riester » en 2001, l'enveloppe fiscale a été compensée par la suppression des avantages des contrats d'assurance-vie. Mais au final, les assureurs Outre-Rhin, mécontents au départ, y ont largement gagné par la suite. Et l'actuel excédent budgétaire allemand permet la continuité de cette aide, sans préjudice aucun pour les jeunes générations.

Par conséquent, la mise en place d'une retraite par capitalisation en France doit reposer sur un régime de droit commun, sans avantages fiscaux ou autres. C'est ce que nous proposons avec la « *Rémunération Différée de Retraite* » dont nous allons rappeler les mérites. Précisons que ce dispositif a été conçu à la base par Maître Bruno Serizay, l'un des meilleurs experts en protection sociale. Nous y travaillons ensemble depuis près de deux ans. La R.D.R. est désormais au point. Le dispositif est fiable fiscalement et juridiquement. Les amendements, très légers, sont prêts.

### **La mise en place de la R.D.R en 10 points**

La RDR est un sursalaire de l'entreprise, transféré en gestion à un tiers « assureur » pour être capitalisé jusqu'au départ à la retraite. C'est un régime collectif à droit individualisé, donc facilement transférable.

1. C'est un dispositif contributif (assurance vieillesse et assurance maladie), ce qui souligne sa complémentarité à la répartition et non sa substitution, point essentiel pour les partenaires sociaux. Nous avons toujours considéré au sein de Generations E.R.I.C. qu'une retraite par capitalisation ne pourrait se mettre en place en France qu'avec l'adhésion des partenaires sociaux. Cette condition est donc respectée.
2. L'enveloppe est négociée d'ailleurs chaque année dans le cadre de la NAO (flexibilité qui permet aux entreprises de moduler leurs versements en fonction de leurs résultats et situation financière). Il n'est pas question d'imposer un taux de cotisation. Il faut que les salariés des TPE et PME aient accès aux dispositifs de retraite par capitalisation, ce qui implique que les dirigeants d'entreprise conservent une souplesse de gestion.
3. L'entreprise verse les cotisations sociales vieillesse et maladie chaque année, ce qui respecte les besoins d'équilibre financier de la Sécurité sociale. C'est la contrepartie d'un régime de droit commun responsable.
4. N'ayant aucun avantage fiscal, la R.D.R. bénéficie a fortiori d'un cadre stable (pas de forfait social, de CSG supplémentaires, etc.). La gestion de l'employeur est donc simplifiée et de fait, l'enveloppe de la R.D.R. peut être beaucoup mieux planifiée au plan de l'effort financier. Rappelons qu'en 2009, l'UIMM pensait déporter une partie des cotisations de prévoyance décès (tranche A) pour financer une retraite par capitalisation<sup>12</sup>.
5. De son côté, le salarié n'est pas imposé puisque ne disposant pas des sommes versées : il ne réglera les cotisations sociale et l'impôt qu'à partir de sa retraite et sur la base des rentes versées (impact allégé puisque son taux d'imposition baisse à la retraite).

<sup>11</sup> La dette de l'État français, émise sur les marchés financiers, est détenue à 65 % par des «non-résidents».

<sup>12</sup> Avec les tables de mortalité actuelles, le coût technique de la garantie prévoyance décès pour les cadres ne dépasse pas 1,2% ou 1,3% de la tranche A alors que depuis 1947, le taux a été fixé à 1,50 %.

6. La R.D.R est placée sous IORP (puisqu'il ne s'agit pas d'un contrat d'assurance). La gestion permet d'améliorer le rendement des fonds investis (on échappe au squeeze des taux bas). Ce faisant, on génère un flux d'épargne croissant avec une durée longue.
7. Le salarié ne versant aucune somme (sursalaire), il dispose pleinement de sa capacité d'épargne pour la verser dans un cadre collectif : par exemple un PERP d'entreprise ou un PERCO. Un contrat de pooling peut être mis en place pour gérer les encours de la R.D.R. et le second étage (PERP collectif, PERCO ou art.83). Cette option permet de calculer une rente prévisionnelle globale. Les salariés ont une meilleure information par rapport à leurs pensions futures.
8. Pour les TPE PME, la R.D.R. est négociée dans le cadre des branches et l'acceptabilité est favorisée par la flexibilité des versements chaque année comme nous l'avons indiqué. Il est néanmoins possible que dans certaines branches, un pourcentage « cible » de l'augmentation de la masse salariale soit fixée dans le cadre des accords. Mais la liberté de négociation reste totale. Autre intérêt de cette flexibilité : en étudiant la pyramide des âges de l'entreprise ainsi que la date d'entrée effective des jeunes, arrivant souvent tard sur le marché du travail, il est possible de faire des simulations pour « corriger » certaines trajectoires de constitution de droits en répartition.
9. La R.D.R. est très adaptée à la prise en compte d'une compensation pour poste à pénibilité (versus le compte pénibilité, trop complexe et qui coûte très cher).
10. Enfin la R.D.R. est simple à mettre en œuvre : création d'un article dans le Code du travail et 4 modifications légères ; création de 2 articles dans le Code de la Sécurité sociale et 6 modifications légères ; modification d'un article dans le Code des Impôts. Nous sommes loin d'un texte de loi de 200 pages. Tout cela, parce que l'on revient à un régime de droit commun.

L'autre élément structurel très intéressant de la R.D.R., c'est son caractère universel. Elle est tout à fait applicable, par exemple, à la fonction publique dans ses trois composantes. Rappelons que les dépenses de personnel de l'Etat au sens large atteignent 278 milliards d'euros en comptabilité nationale en 2014, soit près du quart de la dépense publique et 13 % de la richesse nationale. Sur la base d'un taux d'actualisation de 0,17 % net d'inflation, les engagements de retraite de l'Etat atteignent aujourd'hui 1.561 milliards d'euros fin 2014, soit l'équivalent de 75 % de notre dette publique. Il serait possible de mettre en place progressivement un complément de capitalisation, ce qui rassurerait certainement les fonctionnaires au regard d'engagements de retraite largement non provisionnés. Pour les TNS, il serait également possible d'adapter la R.D.R., la notion de « sursalaire » pouvant être transposée à une enveloppe de revenus de type BIC.

### **Et le financement de l'économie ?**

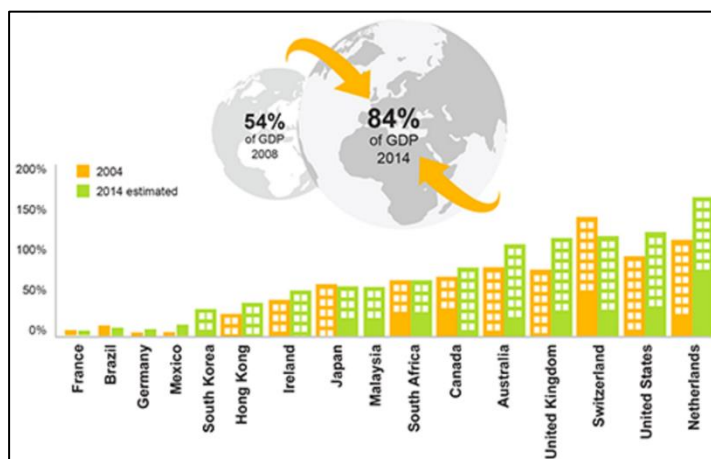
Au niveau macro-économie, le R.D.R. étant un dispositif « tunnel », sans sortie anticipée, elle va favoriser la génération de flux d'épargne longue (durant entre 50 et 70 ans avec les rentes). Hors cotisations patronales, la masse salariale annuelle française s'élève à environ 850 milliards d'euros, soit à peu près 1/3 du PIB annuel. Il suffit d'appliquer un taux de 0,50 % annuellement pour mesurer la montée en puissance du dispositif. Encore une fois, cette charge pourrait être compensée par une réaffectation de certaines cotisations sociales comme le proposait l'UIMM.

La montée en puissance de la R.D.R., qui pourrait se généraliser via notamment les branches, présente l'avantage de lisser les risques de marché en termes de gestion. Les flux deviennent réguliers et croissent. Cela permet aux gérants des fonds d'engager progressivement sur le moyen et long terme des capitaux sur des investissements à cash-flow volatils. Si l'on revient à notre analyse du financement de l'uberisation Outre-Atlantique, un méga fonds de pension comme CalPers, avec ses 255 milliards de dollars pour près de 3 millions de fonctionnaires, n'a aucune difficulté à consacrer 5 % de ses encours au financement des startups de la Silicon Valley. Mieux encore, l'engagement des fonds de pension permet de conforter un écosystème où figurent les « jeunes pousses », les clients potentiels et les investisseurs.

La R.D.R. est de nature à créer une nouvelle dynamique dont la Place financière de Paris aura bien besoin, face aux ambitions de plusieurs pays européens de devenir le Centre Européen des retraites, par exemple la Belgique ou le Luxembourg. Car la portabilité de la R.D.R. joue dans les deux sens : elle offre la possibilité de centraliser sur Paris les encours des fonds de pension européens de grands groupes français<sup>13</sup>, soucieux de massifier leur gestion et de centraliser le suivi de leurs engagements de retraite ; alors qu'une quinzaine de ces groupes étudient cette centralisation au Luxembourg ou en Belgique, la R.D.R. apporte le moyen de contrebalancer ce mouvement. Encore faut-il agir vite.

La R.D.R. a une fonction sociale. C'est aussi un outil de financement de l'économie marchande, en particulier des investissements de croissance. Comme le soulignait Emmanuel Macron, nous n'avons pas de fonds de pension. Cela fait cruellement défaut à l'économie française et à sa compétitivité. Or, la R.D.R. est un véhicule très similaire à un fonds de pension. Dans le contexte actuel (faiblesse de la croissance et aggravation de la compétition mondiale comme européenne), la R.D.R. se positionne comme un instrument indispensable, similaires à ceux dont disposent des pays européens concurrents. Le graphique suivant de Towers Watson parle de lui-même.

### Global Pension Assets as a % of global GDP



Au regard de ces chiffres, ce n'est pas le simple transfert des contrats d'épargne-retraite assurantiels qui va nous permettre de rattraper notre retard et d'investir sur l'économie numérique. D'autres pays sont bien mieux placés en termes de moyens. Il faut par conséquent une autre dynamique et arrêter de tourner autour du pot ou des mots. Nous pensons que la R.D.R. peut créer cette dynamique et permettre d'ailleurs, dans une seconde étape, de faciliter le transfert des encours, car s'insérant dans un dispositif stable fiscalement et générant des flux.

<sup>13</sup> Les entreprises françaises comptent 210 milliards EUR de promesses, ou dettes sociales, au profit des fonds de pension de leurs salariés. L'enjeu pour la Place financière de Paris est donc important.



## **Rien ne se fera sans une révolution « culturelle » réhabilitant le risque dans notre pays**

Dernier point : on ne peut vouloir financer une économie à risques, ce qui est positif, tout en voulant tout sécuriser en termes de placement. C'est une contradiction majeure, déjà faite par Karine Berger dans son rapport sur l'épargne. A côté d'une épargne bilancielle théoriquement sans risque, de type Livret A ou PEL, il faut une épargne financière de long terme dont on doit accepter qu'elle s'investisse dans les valeurs d'avenir (3<sup>ème</sup> révolution industrielle) qui vont faire l'emploi de demain. Il faut donc accepter de prendre du risque. Les contrats collectifs y aident, alors que les souscripteurs de produits individuels n'y consentent que par le biais d'un avantage fiscal.

Pour obtenir un rendement positif, il faut faire confiance à notre industrie de la gestion, l'une des meilleures en Europe, et aux mérites du long terme. Avec un cahier des charges de gestion ad hoc, incluant une gestion de type ALM dynamique, ainsi qu'un cadre prudentiel IORP 2 adapté (i.e hors bilan heulistique), il est possible de dégager un rendement sur longue période qui récompense l'épargnant de sa prise de risque. Un simple rappel le démontre : comme l'indique une étude de Towers Watson publié en septembre 2015, les actifs gérés<sup>14</sup> par les 300 principaux fonds de pension ont doublé en 10 ans : ils atteignent 15.000 milliards US\$, soit 43 % des actifs mondiaux ! Un fonds de pension sait déterminer ses engagements au passif (pensions à verser aux retraités ou futurs retraités), sous réserve de choisir un taux d'actualisation pertinent. Il peut dans ce prolongement évaluer le rendement minimum à dégager à l'actif pour respecter cet engagement et y tendre sur la durée par une gestion diversifiée.

L'examen des rendements sur longue période montre que c'est possible, grâce aux placements en actions. Plus l'horizon temporel est long et moins les obligations sont attractives : sur un cycle de 8 ans minimum, en temps normal, il est possible de dégager un rendement des actions d'environ 4 % au-dessus des taux d'intérêt sans risque. Mais lorsque la politique monétaire et la répression financière se conjuguent pour créer un environnement de taux anormalement bas, cela complique forcément la recherche de rendement. On pénalise les produits de taux d'un côté et l'on crée des bulles spéculatives sur les actions de l'autre...

En d'autres termes, ce n'est pas la technique de gestion du fonds de pension qui est complexe, c'est l'incohérence des politiques économiques des Etats : ceux-ci veulent à la fois réduire le coût de leurs dettes souveraines à bon compte, si l'on peut dire, tout en voulant inciter à la prise de risque pour investir dans des secteurs d'avenir. La situation est pire dès lors que ces mêmes Etats laissent proliférer des régulations inadaptées.

En résumé, il n'y aura pas de fonds de pension pour accompagner feu #NOE contrairement à ce que rapportait toute la presse le 9 novembre.<sup>15</sup> L'on répond par le transfert des contrats de retraite supplémentaire à une question légitime des assureurs quant aux dégâts posés par une régulation inadaptée à leurs branches longues et au contexte monétaire actuel. Mais l'on ne crée pas le dispositif social de retraite par capitalisation destiné à aider les jeunes générations à ne pas verser dans la précarité au moment de leur cessation d'activité ; on ne met pas non plus en place le véhicule d'investissement dont notre économie a besoin en s'appuyant sur les flux réguliers d'une épargne longue. Pourtant, comme nous l'avons montré, une solution robuste au plan technique existe (la

---

<sup>14</sup> Les fonds à prestations définies représentent encore 67 % des actifs gérés, en baisse au regard des 75 % affichés il y a cinq ans. (source Towers Watson).

<sup>15</sup> Nouvelles opportunités économiques (Noé) : ce qu'il faut savoir par le JDN. Mise en place d'un fond de pension à la française : le but est de recueillir l'épargne publique pour la rediriger vers les start-up afin de permettre l'émergence de géants du numérique susceptibles de peser au niveau mondial.

R.D.R.), tout en respectant les prérogatives des partenaires sociaux, en particulier la contributivité à laquelle ils sont très attachés.

Nous n'avons pas rencontré jusqu'à présent de critiques sérieuses envers la R.D.R, alors que nous avons échangé avec de nombreux experts sur ce dispositif depuis plus d'un an. Nous n'avons pas non plus pris connaissance de dispositifs alternatifs respectant les contraintes que nous nous sommes fixées et que nous avons indiquées (contributivité, stabilité fiscale et sociale, flexibilité, etc.). Nous restons ouverts au débat sur la mise en place de la R.D.R., une vraie retraite par capitalisation, débat d'idées qui est la raison d'être d'un Think Tank attaché au bien commun et à une finance responsable.

Lionel TOURTIER  
Délégué général de GENERATIONS E.R.I.C.

\* \* \*

## OR ET MINES D'OR – NAISSANCE D'UN NOUVEAU CYCLE ?

En l'espace de quatre ans et demi, l'or a connu un retracement de 50%<sup>16</sup> d'un mouvement de hausse débuté en 1999 et s'est déprécié de 44.1% de ses plus hauts niveaux de 2011. Les mines d'or ont pour leur part baissé de 80% de leurs plus hauts niveaux de 2010/2011 et ont retracé 100% des gains réalisés entre 1999 et 2015.

La correction de 44.1% du métal jaune a duré 52 mois. Elle est comparable aux quatre précédents cycles baissiers<sup>17</sup> qui ont en moyenne reculé de 44% et duré 47 mois ou, exprimés en terme médian, ont baissé de 42.7% et duré 52 mois. En deux mots, nous sommes revenus à la case « départ ».



Trois forces principales ont contribué à cette baisse: une déroute du secteur des matières premières (indice « Bloomberg Commodity » en baisse de 57%<sup>18</sup>, une hausse des taux d'intérêts réels américains (passant de niveaux négatifs à 70 points base) concomitamment à l'appréciation de la devise américaine (DXY en hausse de 32% sur la même période).

Ces trois vents contraires seraient ils en phase d'essoufflement voire de retournement? Cela semble être le cas pour au moins deux d'entre eux : en effet, les taux d'intérêts réels vont rester bas très longtemps (thèse validée par la banque centrale américaine dans sa référence aux niveaux d'équilibre des taux d'intérêts réels lors de la publication des minutes du FOMC des 27 et 28 octobre 2015) et la devise américaine est amenée à se dévaluer (en référence au comportement du US\$ en février 1994, en juin 1999 ou en juin 2004, c'est à dire à chaque début de hausse des taux US post années 1980). La désolidarisation croissante du métal jaune du groupe des matières premières observée depuis l'été 2015, devrait se poursuivre et soutenir ainsi ce regain d'intérêt fondamental pour le métal jaune.

Les déséquilibres engendrés par des politiques monétaires qui se sont aventurées en terrain inconnu et leurs résultats décevants sur la croissance économique ainsi que le recours persistant aux dévaluations compétitives (inévitables tentatives pour relancer les économies) exacerbent ce terrain fertile.

Après 10 ans de hausse de la production mondiale aurifère (3155 tonnes produites en 2015) nous atteignons un point de retournement. Les restructurations lourdes du secteur des mines d'or entamées dès 2013 se sont traduites entre autre par une réduction massive des budgets d'exploration (divisés par trois en 3 ans) qui ont réduit à néant tout espoir de nouvelles découvertes qui étaient

<sup>16</sup> Retracements de Fibonacci, sur la base des niveaux extrêmes de \$254 en 1999 et \$1895 en 2011

<sup>17</sup> Cycles observés depuis 1970, World Gold Council

<sup>18</sup> Entre 2011 et 2015 l'indice est passé de 175 à 75

déjà en phase déclinante depuis 2006. La tendance à l'allongement de la période séparant la découverte d'un gisement à sa mise en production aggrave cet état de fait.

Ces restructurations ont été inégales par leur amplitude avec des dépréciations d'actifs atteignant 25%<sup>19</sup> de la capitalisation boursière mondiale du secteur des mines d'or. Ces efforts massifs ont sensiblement désendetté les bilans et abaissé le point mort de l'industrie (de plus de 15% à \$1133)<sup>20</sup>. La baisse des cours des matières premières a marginalement contribué à cet abaissement des coûts. Le marché a déjà reconnu cette tendance de fonds puisque la sous-performance relative des mines d'or par rapport à leur sous-jacent s'est séquentiellement réduite depuis 2013<sup>21</sup>. A ce jour, personne n'y a prêté la moindre attention, à tort.

En 2015, l'or s'est déprécié de 12.1% pour clôturer l'année à \$1060 l'once. Le métal jaune a sans surprise joué son rôle de protection contre la dépréciation des devises en baissant de 2.1% en Euros par exemple. Fin décembre 2015, les positions nettes spéculatives sur l'or s'établissaient à 1.91 millions d'onces, en net repli par rapport au début d'année (11.5 millions d'onces) consécutives à une forte progression des positions à découvert et à des liquidations de positions longues, ces dernières rivalisant avec les niveaux extrêmement bas de 2008. Cette configuration a représenté un terreau fertile pour un renversement de tendance baissière.

Depuis le début de l'année 2016, l'or est en hausse de 8.4% et les mines d'or en hausse de 27%<sup>22</sup>. Les sociétés à large capitalisation boursière surperforment de près de 10 points les sociétés juniors. Le fond et la forme valident notre interprétation que nous assistons à la naissance d'un nouveau cycle haussier sur l'or. Si l'histoire est un repère, les cinq cycles de hausse depuis 1970 ont duré en moyenne 63 mois.

La naissance d'un nouveau cycle n'exclut pas des mouvements de marchés heurtés, voire un retour fugace sur les plus bas.

Alain CORBANI  
Head of Commodities, Finance SA

\* \* \*

---

<sup>19</sup> PWC, Financial Times, GOS, Finance SA

<sup>20</sup> Rapports trimestriels du panier représentatif de l'industrie aurifère, GOS

<sup>21</sup> Ratio FTSE Gold Mines Index / LBMA Gold Price pm fixing

<sup>22</sup> Indice FTSE Gold Mines

Performances exprimées en USD si non précisé.

## FONDS DE PENSION, L'EXEMPLE AUSTRALIEN

La réunion à Paris les 2 et 3 décembre dernier du World Pension Council Forum nous a donné l'occasion de faire un point très privilégié du rôle des fonds de pension dans le financement de l'économie. Ce rôle majeur a été notamment souligné par Bertrand Badré, Directeur Général, et Directeur Financier de la Banque Mondiale et illustré par Nick Sherry, ancien Ministre des Retraites Australien.

Pour nous en France, l'Australie représente vraiment les antipodes, certes légèrement décalés géographiquement mais constituant un système opposé faute d'être systémique. Certes aujourd'hui en France, personne ne peut croire sérieusement que les Australiens marchent sur la tête, mais il n'est pas sûr que l'inverse soit vrai ; il n'est pas sûr que les Australiens à qui l'on essaierait d'expliquer où en est arrivé le système de retraites français, ne pensent pas que nous marchons sur la tête. Ce n'est pas en leur parlant du principe oublié de « solidarité entre générations » ou du nouveau principe flou de « justice sociale » que l'on pourrait les en convaincre.

Les Fonds de Pension Australiens, classés aujourd'hui dans le top 3 en terme de solvabilité par l'OCDE et les grands cabinets d'actuariat, sont des investisseurs longs et des soutiens précieux de leur économie nationale.

« L'Australian Prudential Authority » (APA), régulateur local des banques, caisses d'épargne, compagnies d'assurances, fonds de pension et des acteurs du secteur financier dans son ensemble, publiait des chiffres (annual statistics 2013) démontrant que l'Australie est parmi les pays de l'OCDE celui dont les allocations des fonds de pension en actions cotées sont les plus fortes (51%) et dont l'allocation en obligations à taux fixe sont les plus faible (9% obli. domestiques 5% en oblig. étrangères) ce qui laisse une place significative pour le non coté et le financement d'infrastructures, de son côté, l'immobilier représentent environ 10%.

Les Fonds de Pension Australiens refondés en 1992 par une loi cadre dite « Super Annuation Guarantee Administration Act », ont été l'année même rendus obligatoires par le gouvernement socialiste d'alors (Cabinet Keating).

Actuellement, il y a plus de trois cents fonds de ce type en Australie et les sociétés de gestions d'actifs ainsi que les banques locales (qui étaient relativement modestes en 1992) ont profité de leurs investissements importants. Trois des six géants de la gestion d'infrastructures, à l'échelle mondiale, sont australiens et quatre des dix plus grandes banques de la zone Asie-Pacifique sont australiennes. Selon l'Australian Bureau of Statistics et l'OCDE, la part d'actifs des fonds de pension australiens représentait 47% du PIB national en 1992 et, en fin 2014, elle était passée à 110%, ce qui est d'autant plus remarquable que, dans la période, la croissance de leur économie a enregistré l'un des taux les plus élevés des pays du G20 et de l'OCDE.

L'étude de novembre 2015 de l'OCDE « Pensions Market in Focus » reprenant les chiffres estimés à fin 2014, indique que les actifs détenus par les fonds de pension et les caisses de retraites (tous systèmes confondus) représentaient aux États Unis 83% du PIB, au Canada 76% du PIB ; ces chiffres marquent le fait d'importantes disparités entre les secteurs publics et privés en Amérique du nord au détriment

de ces derniers. Pour poursuivre les comparaisons en Irlande ils représentent 58% du PIB, au Japon 30% du PIB, en Allemagne 47% du PIB, en Chine 1,2% en croissance et en France... 0,5% du PIB.

La méthodologie de l'OCDE, la même pour analyser tous les pays, donne des résultats très différents de ceux que l'on calcule avec des données en premier niveau. TOWERS WATSON dans son « Global Pension Asset Study 2015 », donne des chiffres assez différents de ceux de l'OCDE, notamment pour trois pays : le Japon 60%, l'Allemagne 13,61% et la France 5,9% du PIB. Quel que soit le mode de calcul, nous restons inexorablement à la fin des classements.

La bonne gestion financière de la très grande majorité des caisses de retraites françaises ne peut durablement pallier aux déséquilibres non réglés d'un système de répartition où les questions de principes mécaniques démographiques et économiques ont beaucoup trop tardé à être sérieusement pris en compte.

Il est vrai que maintenant sans réserves financières et très peu investi dans son économie, le système français n'a pas le risque de volatilité qui affecte les marchés financiers et par la même les systèmes par capitalisation. Faut-il s'en réjouir ?

Jean-Pierre MAUREAU  
Président du Club des Investisseurs de Long Terme

\* \* \*

## LES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS SONT-ILS SOUTENABLES ? (DISCUSSION SUR « LES TAUX NÉGATIFS ET LEURS CONSÉQUENCES »<sup>23</sup>)

Les taux d'intérêt négatifs sont apparus en 2014 sur les marchés obligataires européens, aussi bien dans la zone Euro (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Belgique, Finlande, France) qu'en dehors (Suisse, Danemark, Suède). Contrairement à l'expérience japonaise, ces taux ont atteint un niveau relativement élevé (au-delà de -1%), ils se sont installés sur un spectre de maturité large (jusqu'à 10 ans), et leur longévité est devenue significative (supérieure à l'année). La situation européenne est donc sans précédent, d'autant plus qu'elle s'inscrit dans le prolongement de la plus longue baisse des taux de toute l'histoire économique des pays occidentaux (les taux à 10 ans français étaient à 17% au début des années 80, contre 0,9% actuellement), qu'elle concerne autant les taux réels que les taux nominaux (avec une inflation convergeant vers zéro), et qu'elle est accompagnée d'un mouvement d'aplatissement de l'ensemble de la courbe de structure des taux d'intérêt. Certains économistes ont ainsi parlé d'« irrationalité », d'« absurdité économique », et même des « limites de l'impensable ».

Dans ces conditions, les investisseurs qui détiennent des obligations à taux négatif jusqu'à leur échéance acceptent de récupérer moins d'argent à terme qu'ils n'en ont prêté. Jean-Jacques Perquel s'est interrogé sur les mobiles qui pouvaient justifier cette situation ; il en donne deux : « *la politique monétaire* » et « *le manque de confiance dans l'avenir* ». D'un côté, les politiques monétaires expansionnistes agissent mécaniquement sur le niveau des taux obligataires ; dans le cas d'une politique de la « *monnaie fondante* », le « *principe de Gesell* », selon lequel les autorités monétaires appliquent elles-mêmes un taux négatif sur les dépôts de court terme dans l'objectif d'inciter les détenteurs de fonds à les utiliser et les orienter vers la « *consommation économiquement utile* », crée une pénalité financière qui se déverse sur les taux de marché ; dans le cas d'une politique de Quantitative Easing, les rachats d'actifs instruits dans l'objectif de rendre disponibles des liquidités pour relancer l'investissement, oriente mécaniquement les taux obligataires à la baisse par le simple jeu de l'offre et de la demande. D'un autre côté, les taux négatifs traduisent le sentiment d'insécurité financière des porteurs d'obligations, qui sont prêts à payer pour que leurs avoirs préservent leur valeur monétaire ; Jean-Jacques Perquel illustre ce mobile du « *manque de confiance dans l'avenir* » en citant l'exemple des Goldsmith, qui se faisaient rémunérer par les détenteurs de réserves d'or pour leur en assurer la conservation ; le taux négatif accepté par les propriétaires de capitaux est alors assimilable à une sorte de « prime d'assurance contre la dépréciation monétaire ».

Un apport essentiel de Jean-Jacques Perquel est qu'il a montré que la gravité des impacts des taux négatifs dépend des interactions entre le comportement des banques centrales et celui des investisseurs ; une « prime d'assurance » significative traduit une méfiance de la part des épargnants dans la capacité des autorités monétaires à atteindre leur objectif macro-économique, ce qui génère des effets contrariants (contraction de la solvabilité des banques et des compagnies d'assurance, risques de mauvaise valorisation des actifs, course aux rendements, etc...) que les « *dérives de la finance* » (spéculation sur les CDS, décalages de liquidité sur les ETF, *carry trade*, ...) peuvent par ailleurs aggraver. A l'inverse, l'objectif de restauration des conditions normales de fonctionnement de l'économie et des marchés (avec une courbe de structure des taux positive et croissante notamment) ne peut être tenu que si la « prime d'assurance » demandée par les investisseurs est faible (voire nulle). Aussi, le sujet des « causes et des conséquences des taux négatifs » apparaît-il indissociable de

<sup>23</sup> Perquel JJ. (2015), « *Les taux négatifs et leurs conséquences* », Les Cahiers du Centre, Juillet 2015.



celui de l' « acceptabilité (par les investisseurs) des taux négatifs » ; un certain nombre d'interrogations s'y rattachent : « existe-t-il des mobiles comportementaux autres que la prime d'assurance qui pourraient légitimer l'existence de taux négatifs pour les investisseurs ? », « y-a-il des conditions particulières qui feraient que les effets de marché des politiques monétaires accommodantes ne seraient plus acceptables aux yeux des investisseurs ? », « dans le cas où les investisseurs soutiendraient les politiques monétaires accommodantes, les impacts transitoires liés à l'existence de taux négatifs seraient-ils aussi importants que cela ? ». Cette note complète les propositions émises par Jean-Jacques Perquel en apportant des éléments de réponse à ces trois interrogations.

### **Quels mobiles autres que la sécurité monétaire pourraient conduire les investisseurs à accepter des taux négatifs sur leurs placements obligataires ?**

Selon Jean-Jacques Perquel, le « *manque de confiance dans l'avenir* » conduit les investisseurs à accepter les taux négatifs. Ce mobile comportemental fait implicitement référence à une demande de « sécurité relative », exprimée dans la configuration ou la détention des titres est faite jusqu'à l'échéance. En effet, c'est lorsque les investisseurs conservent les titres acquis jusqu'au terme (stratégie d'investissement buy-and-hold) et qu'ils jugent que ces actifs sont relativement sûrs (en termes de capacité à récupérer les avoirs) au regard des autres possibilités d'investissement qui se présentent à eux qu'ils acceptent de supporter une dépréciation de leur placement (rémunération nominale négative). En zone euro par exemple, les investisseurs qui craignent une recrudescence des difficultés financières préfèrent détenir les actifs des pays core, pour lesquels la probabilité de défaut de paiement leur apparaît relativement faible (au regard des autres pays) ; ils choisissent d'obtenir une rémunération légèrement négative mais certaine, à une rémunération positive présentant une probabilité non nulle de ne pas être perçue ; à l'extrême, la peur d'événements du type Grexit ou « effondrement de la zone euro » peut inviter les investisseurs à supporter une charge significative pour se prémunir contre un cataclysme monétaire et financier. Les taux négatifs révèlent donc une sorte de « prix de la sécurité monétaire », qui dépend de l'aversion des « investisseurs à habitat préféré » au risque de ne pas percevoir le versement des intérêts et le remboursement du capital sur leur horizon d'investissement ; ce prix est nul en situation de stabilité financière et croît progressivement en fonction du degré d'inquiétude.

Ce motif prudentiel est consolidé par la volonté des régulateurs : Bâle 3 pour les banques ou Solvency 2 pour les compagnies d'assurances amplifient la ruée vers les actifs refuges (fly to safety), ce qui invite les institutionnels à accepter de payer une « prime de sécurité » encore plus élevée pour acquérir les actifs les moins consommateurs de capitaux propres. Pour les assureurs par exemple, la prime est dépendante du différentiel de SCR (Solvency Capital Requirement) nécessaire pour intervenir sur des actifs « risqués » (comme les titres corporate) et sur des actifs « non risqués » (comme les titres souverains).

Des mobiles autres que la recherche de sécurité monétaire peuvent également amener les investisseurs à accepter des taux négatifs ; la spéculation est l'un d'entre eux. Lorsque les épargnants s'écartent de la stratégie classique de buy-and-hold (en positionnant leur horizon de placement en dessous de la maturité des titres qu'ils détiennent) et qu'ils formulent des anticipations leur laissant envisager des gains en capital, ils peuvent soutenir des taux « anormaux ». En effet, à la différence des marchés monétaires pour lesquels ce sont les taux faciaux qui sont négatifs, sur les marchés obligataires, ce sont des taux de rendement actuariels (TRA) qui le sont ; pour les porteurs d'une obligation, un TRA négatif ne se traduira donc par un rendement négatif que si le titre est détenu jusqu'à l'échéance ; aussi, ceux qui prévoient une appréciation du prix du titre (cf. un gain en capital) sur leur période de détention supporteront sans grande crainte un TRA négatif puisque le rendement auquel ils s'attendent, lui, est positif.



Typiquement, cette situation se présente lorsque les investisseurs anticipent que les taux réels vont baisser : s'ils envisagent une recrudescence du niveau de l'épargne internationale par rapport aux besoins d'investissement, et s'ils pensent que les taux d'intérêt « naturels » sont déterminés par la confrontation entre ces deux variables (cf. la relation de Wicksell), les investisseurs s'attendent à une baisse du taux d'intérêt réel, ce qui les conduira à prévoir la réalisation d'une plus-value sur leur horizon de placement ; alternativement, leurs anticipations peuvent porter sur une croissance durablement faible (stagnation séculaire), voire même une dépression (recul de la production industrielle, ...), de sorte qu'une réduction attendue du TRA réel futur serait accompagnée d'une perspective de revente bénéficiaire sur les titres détenus. Les investisseurs peuvent également anticiper que l'inflation va se contracter ou se transformer en déflation ; s'ils pensent que le taux nominal est égal au taux réel plus une prime d'inflation anticipée (cf. la relation de Fisher) et qu'ils prévoient que cette dernière va fortement baisser ou que la déflation va s'installer, ils envisageront une réduction du rendement nominal (*ceteris paribus*), et donc un gain en capital sur la période de détention. Enfin, si les investisseurs anticipent que la devise dans laquelle les actifs qu'ils détiennent sont libellés va s'apprécier, ils envisagent qu'ils feront un gain en capital à la revente une fois la devise convertie dans la monnaie dépréciée.

Ainsi donc, au-delà de l'argument sécuritaire (assurance contre une perte de valeur monétaire), la capacité des investisseurs à supporter les taux négatifs peut également dépendre de leurs anticipations macro-économiques (taux réels, inflation, change, ...).

### **Dans quelles conditions les taux négatifs induits par les politiques monétaires expansionnistes peuvent-ils être acceptés par les investisseurs ?**

En présence d'une politique monétaire accommodante, un autre mobile d'acceptabilité des taux négatifs est celui de l'anticipation d'un « effet marché » durable : lorsque les investisseurs pensent que cette politique aura un effet haussier sur les prix obligataires et qu'elle va s'installer dans la durée, ils soutiendront eux-mêmes la négativité des taux.

Cet argument repose sur le postulat que les politiques monétaires accommodantes créent des bulles financières. Dans le cadre d'une politique monétaire de « taux administrés » négatifs, les autorités s'attendent à ce qu'il y ait transmission par arbitrage du mécanisme de « taxation » à la totalité de l'économie, en occasionnant un mouvement additif de l'ensemble de la courbe de structure des « taux de marché » vers le bas (les taux directeurs des banques centrales servent de benchmark aux investisseurs, qui les utilisent pour les arbitrer contre les taux de rendement des titres courts indexés sur l'EONIA et l'Euribor en zone euro, puis contre ceux des titres de maturités adjacentes). Alternativement, dans le cadre d'une politique de Quantitative Easing, l'absence relative d'offre de titres souverains induite par les rachats d'actifs contribue à exercer une pression sur les prix (et donc à réduire artificiellement les rendements) jusqu'à les faire aller en territoire négatif ; parallèlement, la demande se déverse sur les titres plus longs et plus risqués (corporate), ce qui provoque par contagion la baisse des taux à l'ensemble des maturités et des classes de risque de crédit. Ce mécanisme de propagation des taux négatifs se diffuse également aux marchés des actifs non obligataires (actions, immobilier, ...) par l'intermédiaire de la fonction d'actualisation (composée du prix des titres zéro-coupon), qui s'applique à leurs revenus ; de plus, la sensibilité du prix des actifs financiers aux variations de taux d'intérêt étant d'autant plus élevée que les taux atteignent un niveau bas (et *a fortiori* négatif), cela peut conduire à des variations de cours très brutales en cas d'évènements imprévus (sur-réaction, volatilité extrême).

Dans ce contexte, les investisseurs peuvent anticiper que les taux courts futurs vont rester négatifs ou même s'aggraver du fait d'interventions devenant de plus en plus accommodantes (cas d'une politique monétaire expansionniste par les taux directeurs) ; s'ils sont par ailleurs convaincus que le

taux long est égal à la moyenne géométrique des taux courts futurs anticipés (cf. théorie des anticipations), alors les taux obligataires auront une tendance naturelle à consolider leur orientation à la baisse (ou à devenir de plus en plus négatifs). Les investisseurs peuvent également anticiper que la volatilité des taux courts va se réduire : s'ils prévoient une poursuite de la politique des taux négatifs, et qu'ils pensent que le taux long équivaut à la moyenne géométrique des taux courts futurs à laquelle s'ajoute une prime de risque (qui correspond au rendement supplémentaire qu'ils demandent pour acheter des obligations de long terme plutôt qu'une succession d'obligations de court terme « rollées » sur la totalité de la période, cf. la théorie de la prime de liquidité), alors ils envisageront une contraction de la prime de risque et finalement exerceront là aussi une pression baissière sur le niveau des taux longs. Alternativement, dans le cas d'une politique de Quantitative Easing, si les investisseurs anticipent une poursuite des rachats d'actifs longs, ils prévoiront que les rendements obligataires baisseront par modification des conditions d'offre et de demande, ce qui les conduira à accentuer la chute des taux sur les titres rachetés. Par exemple, avant même que la BCE n'annonce son premier Quantitative Easing (en janvier 2015), les taux obligataires courts allemands avaient déjà investi la zone négative, les opérateurs ayant prévu les baisses à venir.

Ainsi, lorsque les investisseurs croient qu'une politique monétaire non conventionnelle (par les taux directeurs et/ou par rachat d'actifs) va être poursuivie, ils acceptent non seulement que les taux de marché soient négatifs, mais ils contribuent également à consolider l'action des autorités monétaires en amplifiant la dynamique baissière des taux longs et indirectement celle de l'ensemble des marchés d'actifs.

Un des éléments de la dangerosité des bulles créées par les politiques monétaires expansionnistes réside donc dans le fait qu'elles sont entretenues par les investisseurs eux-mêmes, ce qui est à l'origine du « *risque d'instabilité financière* » dont parle Jean-Jacques Perquel. En effet, le mécanisme de soutien (et d'amplification) des taux négatifs ne tient que parce que les investisseurs peuvent également espérer, au-delà des effets de marché de court terme des politiques monétaires accommodantes, que les effets macro-économiques attendus sur le moyen terme soient également au rendez-vous. Dans le cas de BCE par exemple, le service de l'objectif prioritaire de la politique monétaire (qui est celui du maintien de la stabilité financière) passe par des vecteurs de transmission allant au-delà de ceux de la valorisation des actifs (pression à la hausse du prix des actifs financiers induite par la réduction des facteurs d'actualisation de leurs revenus futurs) et de l'allocation des portefeuilles (orientation des investisseurs vers les emprunts non core de la zone euro, par contraction des TRA des titres core, en vue de réduire les spreads concernant les premiers) ; les canaux du crédit (découragement de l'épargne et incitation à l'emprunt par la réduction de son coût ou de son subventionnement, en vue de relancer la consommation et l'investissement), de la « *reflation* » (éviction du risque de spirale déflationniste en orientant l'inflation vers son objectif de long terme), et du change (dynamisation des exportations nettes par dépréciation de la devise locale) sont ceux par lesquels les effets de moyen terme de la politique expansionniste sont attendus. Lorsque les investisseurs ne croient plus dans la capacité des autorités monétaires à restaurer des conditions économiques satisfaisantes, ils peuvent être amenés, du fait de leur méfiance, à modifier brutalement leurs anticipations, et à provoquer un dégonflement violent de toutes les bulles construites artificiellement jusque-là ; au contraire, tant que les investisseurs espèrent que les objectifs macro-économiques seront atteints, les bulles créées par les politiques monétaires accommodantes restent contenues et le risque d'instabilité financière est écarté.

### **Les conséquences des taux négatifs sont-elles si importantes que cela ?**

Jean-Jacques Perquel a établi que les taux négatifs pouvaient être à l'origine de risques systémiques, parmi lesquels figurent au premier plan ceux d'« *insolvabilité des banques et des compagnies d'assurance* » et de « *mauvaise valorisation des actifs* ». Ces risques n'ont pas vocation à

s'installer dans la durée puisque l'existence des taux négatifs est conditionnée (entre autres) par la croyance qu'ont les investisseurs dans le succès des politiques monétaires accommodantes ; mais qu'en est-il de leur intensité ?

En première analyse, le spectre des impacts des taux négatifs est assez large, ne serait-ce que parce que ceux-ci ne concernent pas que les investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance, ...). Typiquement, les OPC monétaires sont soumis à des pressions de plus en plus fortes sur les variations de leurs valeurs liquidatives parce qu'ils sont investis en titres sous-jacents indexés sur les taux directeurs négatifs (certificats de dépôt négociables, billets de trésorerie, obligations courtes, ...) ; cela pose non seulement un problème de fond sur la rentabilité des activités de gestion de produits collectifs monétaires mais également sur la finalité de cette industrie, qui tendrait à s'écarter de sa vocation première de mise à disposition d'instruments liquides de préservation du capital. Des acteurs comme les Etats sont également affectés par les taux négatifs : alors que ces derniers devraient normalement contribuer à réduire la charge financière de l'endettement des gouvernements, ils encouragent à emprunter davantage, ce qui alourdit l'assiette de la dette publique. Les taux négatifs peuvent aussi provoquer des impacts de nature organisationnelle ; par exemple, le calcul et le versement d'intérêts négatifs nécessite d'adapter les processus opérationnels des dépôts ou encore leur gestion informatique (à l'image de ce qui s'est passé avec l'avènement de l'Euro et/ou le bug de l'an 2000).

Cependant, bien qu'ils concernent de nombreux acteurs et aient des effets divers, les taux négatifs devraient avoir des impacts relativement limités en niveau, notamment au regard de la rentabilité des activités bancaires et assurantielles.

En effet, l'argument couramment avancé pour dire que les taux négatifs ont des conséquences néfastes sur la solvabilité des banques peut facilement être remis en cause. Celui-ci repose sur l'aplatissement (voire le retournement) de la courbe de structure des taux, qui créerait une inversion de la chaîne de valeur, et irait jusqu'à faire disparaître les profits de l'activité traditionnelle de transformation (par l'érosion de la marge existant entre les taux accordés sur les prêts de moyen et long terme et le coût de la rémunération des dépôts de court terme). Cependant, cette situation se présente parce que les banques acceptent de supporter elles-mêmes les charges des dépôts (dues à l'existence de taux négatifs) à la place de leurs clients de peur de les voir partir à la concurrence ; si cette dernière barrière était levée, l'argument de l'inversion de la courbe de structure des taux ne tiendrait plus : tant que les taux courts sont encore plus négatifs que les taux longs (la pente est alors positive), le mécanisme de transformation bancaire fonctionne toujours puisque dans ce cas, le « coût » de la rémunération des dépôts (qui est alors une « recette ») est supérieur à la « rémunération » du placement long (qui est alors une « perte »).

Ce raisonnement vaut également pour la solvabilité des compagnies d'assurance. On invoque généralement qu'en présence de taux négatifs, un différentiel défavorable entre le taux de l'actif et celui du passif pourrait générer une situation d'insolvabilité pour ces acteurs ; mais si les organismes d'assurance-vie (qui sont les plus concernés) répercutaient le niveau des taux longs sur la rémunération de leurs contrats et/ou leurs taux garantis (ajustement à la baisse jusqu'en territoire négatif), il ne devrait pas y avoir non plus de problèmes d'équilibre financier puisque dans ce cas, le coût du service à la clientèle resterait inférieur aux revenus des placements positionnés en adossement. Ce n'est donc qu'à court terme que le risque de contraction de la solvabilité des compagnies d'assurance-vie se présente, car ces dernières ne peuvent pas systématiquement et rapidement modifier les termes des contrats existants (en augmentant les primes, en réduisant les rendements promis, etc...).

Par ailleurs, il existe au moins trois facteurs qui contraignent les possibilités d'évolution des taux d'intérêt en territoire négatif.

Tout d'abord, dans le cadre des politiques de Quantitative Easing, les rachats d'actifs sont accompagnés d'un dispositif qui est susceptible de circonscrire les possibilités de variation des taux actuariels obligataires à la baisse. Dans le cas de la BCE par exemple, les achats annoncés d'obligations souveraines (60 MM€ par mois jusqu'en mars 2017, soit environ 1 500 MM€), ne peuvent pas concerner plus de 25% du montant en circulation de chaque titre pris individuellement et plus de 33% de la dette d'un émetteur ; les obligations pour lesquelles les taux seraient en dessous du taux de dépôt de la BCE (soit -0,3%) en sont également exclues.

Ensuite, la variation à la baisse des taux obligataires est limitée par la formulation des anticipations des investisseurs sur les principaux indicateurs macro-économiques (cf. notre première interrogation). Ainsi par exemple, les taux négatifs deviendraient inacceptables s'ils devenaient inférieurs à la croissance du PIB, situation dans laquelle les épargnants tendraient à rejeter les placements en obligations parce la rémunération que ces derniers pourraient procurer serait alors moindre que leurs revenus (le ralentissement de leurs achats d'obligations exercerait une pression à la baisse des prix, et donc un rééquilibrage à la hausse des taux).

Enfin, la « théorie de la trappe à liquidité » (Keynes) nous enseigne que les taux de marché sont bornés par les possibilités d'arbitrage qui s'offrent aux épargnants entre les dépôts et la monnaie fiduciaire, aux coûts de détention près. L'argument initial repose sur le choix qu'ont les agents de placer leur épargne en dépôt, sur lequel des intérêts sont perçus, ou en liquidités, qui ne leur rapportent rien. La monnaie présenterait un coût d'opportunité du fait de l'abandon des intérêts qui auraient été reçus en cas de dépôt ; si le taux de rémunération des dépôts était nul, les agents se déporteraient entièrement vers les disponibilités, provoquant une demande infinie pour la monnaie (détenue pour sa fonction de « réserve de valeur ») ; la borne inférieure naturelle des taux serait donc zéro. En présence de coûts de détention des liquidités (coûts de stockage, négociation, transport et assurance contre le vol, la contrefaçon, etc...), un porteur d'obligations arbitrerait entre le rendement normalement perçu sur le titre et le rendement net des coûts de détention qu'un placement alternatif en billets lui procurerait ; le coût de détention des liquidités fixerait donc le seuil inférieur des taux d'intérêt. Sur cette base, la Bank of England, par exemple, a estimé que la limite de son taux des fonds à un jour se situait à environ -0,5%, et que la période d'arbitrage des opérateurs (temps nécessaire pour convertir les placements en monnaie) pourrait aller jusqu'à deux ans. En venant de franchir la barre des -0,3% sur son taux de dépôt, la BCE se rapprocherait doucement de cette borne ...

Les « barrières mécaniques » existant sur les taux négatifs conditionnent donc le niveau maximum de leurs effets. Dans le cas du risque de pricing par exemple, deux types d'impacts peuvent se présenter : d'une part, la fair value des portefeuilles institutionnels (obtenue par la valorisation des outflows à l'aide de facteurs d'actualisation supérieurs à un) peut prendre des valeurs extrêmement variables (du fait de la forte sensibilité de ces facteurs aux taux d'intérêt lorsque ceux-ci sont négatifs), donc discutables ; d'autre part, le recours aux modèles stochastiques de taux d'intérêt plutôt qu'aux formules d'actualisation déterministes conventionnelles (comme c'est maintenant souvent le cas en assurance) peut déboucher sur des difficultés de modélisation du comportement des taux courts en territoire négatif (faut-il mettre une barrière réfléchissante à la baisse ? si oui, à quel seuil ? etc...). Dans ces deux cas, le caractère dangereux d'une valorisation hasardeuse est contraint par le niveau même des taux négatifs, qui, on vient de le voir, ne peuvent aller au-delà d'un certain seuil.

### **Conclusion : « confiance / illusion » ou « défiance / désillusion » ?**

Depuis 2008, les banques centrales européennes se sont engagées dans une stratégie continue de relance de l'économie par assouplissement monétaire, laquelle repose *a priori* sur le postulat accepté par tous que les interventions sur les marchés monétaires et obligataires peuvent se faire de façon quasi-illimitée (confiance « aveugle »). L'une des idées sous-jacentes est que les banques centrales peuvent faire « fonctionner la planche à billets » pour acheter les obligations gouvernementales en

masse de façon à contrôler le niveau des taux d'intérêt de long terme jusqu'à ce que les effets attendus sur la croissance, l'emploi et l'inflation soient concrétisés.

Cependant, bien que les taux négatifs puissent être acceptés par les investisseurs pour de nombreuses raisons (notamment spéculatives) et que leurs impacts soient théoriquement contraints, ceux-ci pourraient générer des effets inquiétants pour la stabilité économique et financière si les politiques monétaires non conventionnelles s'installaient dans la durée et si les résultats attendus sur le plan macro-économique ne se matérialisaient pas. Dans ce cas, la crédibilité des banques centrales serait remise en cause et la confiance des investisseurs se retournerait, entraînant une certaine forme de désillusion ; les taux négatifs ne seraient alors plus soutenables, et la stabilité monétaire et financière pourrait être brutalement remise en cause.

Patrick VIALLANEX

\* \* \*

## DU BON (ET MOINS BON) USAGE DES E.T.F.

L'organisation du système financier, issu de la « crise américaine des subprimes » est basée sur plusieurs concepts dangereux car on cherche à plaquer en Europe des « solutions » étudiées (mais pas toujours appliquées) aux Etats-Unis (exemple : Bâle II et III issus de la pensée de McDonough alors gouverneur de la Federal Reserve de New York, sont en voie d'application aux U.S.A....mais reportés à une date ultérieure).

### I) Le risque d'insuffisance de liquidité

Ce risque n'existe que depuis que l'on a remis en cause la règle « too big to fail », règle qui faisait intervenir un « prêteur en dernier ressort ». Cela permettait d'éviter une crise comme celle de 2008 où son non-respect dans le cas de Lehman Brothers a transformé une crise locale (celle des subprimes) en crise mondiale. Le prétexte de cette remise en cause est double :

- a) Il faut éviter le « moral hazard » (en français « Alea Moral ») qui incite les dirigeants d'une banque à prendre des risques inconsidérés. Mais c'est en fait plutôt le métier des « contrôleurs » des Banques d'empêcher le développement des prises de risque, ce qu'ils avaient parfaitement réalisé en France.
- b) Par démagogie on explique qu'il faut éviter de faire appel aux « contribuables » pour sauver une entreprise privée. Or le montant d'un sauvetage par l'Etat, même pour une grande banque, est si faible qu'il est parfaitement inutile d'augmenter le budget. On peut rappeler à cet effet le sauvetage de la « Continental Illinois » qui aurait pu transformer un incident local en crise internationale si on l'avait traitée comme Lehman Brothers. En outre cette opération avait été extrêmement rentable pour le gouvernement américain qui a revendu la société avec un grand bénéfice.

### II) Le risque des produits dérivés

Il ne paraît pas devoir être pris en compte puisqu'ils « ne représentent que 550 Billons de dollars » et si l'on effectue du « netting » (en français compensation entre les opérations d'un même client) le montant tombe à moins d'une centaine de Billons. Les swaps de taux représentent la grande majorité des opérations avec un risque assez faible puisque les titres restent entre les mains de ses détenteurs initiaux. Mais avec plus de 15 Billons de dollars (en brut) et 2 à 3 Billons (en net) les C.D.S. représentent un risque maximum pouvant, en cas d'« Incident » grave, mettre en danger l'ensemble du système financier international. La solution actuellement acceptée de créer des sociétés de « Clearing » présente l'avantage de protéger les opérateurs pour des montants certes importants, mais totalement insuffisants si la situation devient grave car les fonds des Sociétés de Clearing ne dépassent pas 1,5 milliards de dollars. Ils ne seraient donc pas suffisants, en cas de très grands « Incidents ».

On voit ainsi que les autorités financières se donnent du mal pour protéger les marchés du risque de manque de liquidité des banques européennes mais laissent « sous le tapis » celui beaucoup plus rare mais plus dangereux de l'excès de développement des produits dérivés.

Or à côté des produits dérivés il existe le « shadow banking (S.B.) » dont le développement est devenu indispensable, du fait des difficultés de plus en plus grandes du secteur bancaire à faire son métier d'aide à l'investissement. Un des produits du « S.B » a un développement exceptionnel ; les « Exchange



trading Funds (E.T.F.s) » (en Français « Trackers) : dont le montant dépasse 3 billions. Leur développement est exceptionnel (20 % en moyenne par an), mais ils sont accusés d'avoir été responsables du Krach du marché chinois et de la crise boursière américaine du 24 août 2014. Pour essayer de comprendre le problème des E.T.F.s il nous faut analyser les raisons de leur remarquable développement et les risques qu'ils font courir aux marchés

### ***A) La nature des E.T.F.s***

Les E.T.F.s se développent très rapidement pour dépasser actuellement les Hedge Funds (3 billions de Dollars) et se rapprocher des Mutual Funds dont le développement est plus lent. Mais il faut faire une distinction :

- a) Entre les trackers qui reproduisent des indices classiques (MSCI ( 438 milliards de dollars d'actifs d'E.T.F.s ), Standard & Poor's ( 824 milliards), Russel (383 milliards), etc » ou « répliquent » des indices spécifiques de titres à large marché (ex indices composés de titres de valeurs énergétiques ou de valeurs chimiques etc, dont la liste est fournie dans le prospectus remis aux investisseurs.) Plus récemment on a imaginé des Trackers Obligataires dont le comportement est comparable à celui des trackers actions (souvent spécialisés en Fonds d'Etat pour en faire des titres sans risque négociables à tout moment.).
- b) Les E.T.F.s « Smart Beta » qui veulent faire mieux que les indices classiques .La technique habituelle de ces fonds consiste à privilégier quelques valeurs de l'indice choisi, en fonction de leurs qualités propres, leur avenir et leur risque, pour essayer d'améliorer le résultat de la gestion indiciaire .Cela devrait permettre de corriger la perte représentée par les frais variés réunis dans la « tracking error ». Dans ce contexte la suppression des « Remises » aux opérateurs indépendants, décidée par « MIFID II » pour permettre un développement du placement de ces titres comme cela a été le cas aux U.S.A.(mais comme la plupart des mesures prises à l'imitation des U.S.A, sans tenir compte de la nature des pays comme la France où le l'investissement des particuliers est issu des conseils des gérants privés, la mesure devrait en fait être contreproductive.) Par contre les « trackers Smart beta », demandant un effort de recherche financière, permet de décider de commissions beaucoup plus fortes que celles des trackers de la première catégorie. (entre 1 et 2 %).
- c) Des « Exchange Traded Products (E.T.P.s) » intègrent des produits non cotés , des matières premières, des entreprises innovantes etc. Il faut inclure dans cette catégorie très spéculative les E.T.F.s Synthétiques qui utilisent des produits dérivés, les « High Yield E.T.F.s » qui reproduisent des indices de « Junk Bonds » etc

### ***B) Les modes de gestion***

- 1) Dans la première catégorie on pratique une « gestion passive »

On explique son succès pour plusieurs raisons :

#### **a) Un coût très bas**

Certes la structure est en apparence très compliquée puisque les E.T.F.s font intervenir jusqu'à trois types d'intermédiaires. :les créateurs de fonds comme Black Rock, Vanguard , Lyxor (filiale de la Société Générale),les « teneurs de Marché » qui assurent la liquidité des titres et se retournent vers les « Providers » des fonds s'ils sont véritablement en manque de titres ou en

détiennent trop à leur gré et enfin les « brokers » qui opèrent pour les investisseurs finaux .En fait les coûts restent faibles car les négociateurs trouvent en général des contreparties sur les Marchés et leurs frais se limitent alors aux commissions des brokers .Bien plus il y a une concurrence entre ceux-ci et ,pour les titres très liquides, la rivalité entre Black Rock (comme courtier) et Vanguard a entraîné le premier à baisser ses commissions de transaction de 0,07 % à 0,03 % tandis que Vanguard est encore à 0,05 % et que le Discount Broker Charles Schwab a également réduit les siennes de 0,04 % à 0,03 % .En comparaison les frais d'entrée et de sortie des fonds actions sur indices similaires varient entre 0,1 et 03% Bien entendu cette notion de coût très bas ne s'applique que pour les E.T.F.s à très large marché comme ceux qui portent sur des indices nationaux ou internationaux comme par exemple : MSCI, Standard & Poor's, CAC 40,etc. En outre les régulateurs commencent à s'interroger pour savoir si des fonds dits de « gestion active » ne sont pas des fonds classiques avec comme seule différence des commissions anormalement élevées .Ainsi en Norvège la Finanstilsynet s'attaque à un des plus grands fonds locaux le VerdipapirfondetDNB Norge (125.000porteurs)qui prend sans justification des commissions de 1,8 %.

### **b) Une grande liquidité**

Comme pour l'analyse des coûts il faut distinguer les titres représentatifs d'indices importants et ceux beaucoup plus réduits sinon confidentiels .Les titres importants ont d'après John Bogle fondateur de Vanguard (F.T du 16 Mars 2015 ) ont un « turnover » annuel de 2.000 à 4.000% ce qui devrait assurer aux opérateurs une grande facilité de négociation. State Street prétend même que ses E.T.F.s ont un turnover annuel de 2700%

### **c) Une exceptionnelle visibilité qui permet une grande rapidité d'intervention**

Les cours de ces E.T.F.s sont mis à jour toutes les 15 secondes environ par les « Providers » d'indices ce qui permet aux opérateurs de faire des opérations très nombreuses dans le cours d'une journée alors que les fonds traditionnels ne sont évalués qu'une fois par jour ce qui incite les détenteurs d'E.T.F.s à spéculer à court terme tandis que les investisseurs en fonds classiques sont en général des investisseurs de longue durée .Cela explique l'importance du turnover des E.T.F.s du premier type.

### **d) Enfin on parle de transparence dans la mesure où les créateurs d'un E.T.F. est obligé de définir sa stratégie dans son prospectus.**

#### 2) Les « Bonds E.T.F.s »

Plus récents que les Trackers en actions, ils se développent beaucoup plus vite, profitant de la rapidité de transactions et de leur coût très faible. Vanguard fait remarquer qu'acheter des « Bonds E.T.F.s » est plus intéressant que les titres eux-même du fait des facilités de négociation et de l'impossibilité de faire des groupements comme dans le VCIT de Vanguard qui contient 1.676 obligations différentes. Certes la Banque des Règlements Internationaux met en garde les opérateurs contre ce qu'elle appelle l'« illusion de liquidité ». Aussi pour éviter ce danger U.B.S. et Amundi ont créé des trackers qui ne détiennent qu'un nombre limité d'obligations essentiellement liquides.

#### 3) Les E.T.F.s Smart Beta



Ils cherchent à profiter d'un avantage des E.T.F.s classiques (la liquidité grâce à l'ampleur de la spéculation et aux multicotations) en ajoutant celui des « O.P.C.V.M .s Flexibles ». La qualité des gestions justifie alors l'importance des commissions prélevées par les gérants de portefeuille.

#### 4) Les autres Exchange Traded Products (E.T.P.s)

On appelle E.T.P. l'ensemble des produits qui respectent les règles de structure des E.T.F.s, mais la nature de leur « gisement » le rend impropres à être totalement assimilés à des E.T.F.s. C'est le cas des Trackers de matières premières, de Trackers Synthétiques c-à-d remplaçant des produits physiques par des produits dérivés. Certes ces contrats sont très dangereux et provoquent régulièrement des mini krachs. Ainsi une certaine panique sur les « Junk Bonds » a provoqué le 8 décembre 2014 la mise en difficulté du fonds « Third Avenue » qui a perdu dans la journée 27% de sa valeur du fait de la hausse des taux. Ses actifs sont passés, du fait des reventes des investisseurs, de 3 milliards de dollars à 790 millions entraînant un blocage de ce fonds. Le lendemain « Stone Lion Capital » a eu le même sort et le 14 le fonds « LucidusCapital Partners » a dû être liquidé. Ce krach n'a pas eu de conséquences graves puisque le marché des Junkbonds E.T.F.s reste très actif ; Il en a été de même pour le krach beaucoup plus sérieux du 24 Août 2015 où la crise boursière chinoise a provoqué une baisse de 1.100 points du Dow Jones et l'arrêt des transactions sur un cinquième des E.T.F.s et E.T.P.s cotés . Mais ces troubles n'interviennent en général que sur des produits marginaux. Bien plus certains « Providers » n'ont tendance à les réduire au profit de Trackers plus orthodoxes. Ainsi en 2014 Lyxor a transformé un fonds Synthétique en fonds « physique », politique qui a été également un peu pratiquée par l'U.B.S. et la Deutsche Bank.

### **Conclusion**

L'étude des E.T.Fs et des E.T.Ps conduit à trois

- a) L'existence de produits bon marché, faciles à négocier, représente une révolution dans la gestion financière. Ils facilitent le travail des institutionnels et des particuliers dans des conditions financières bien meilleures que celles des fonds d'investissements à but comparable.
- b) La grande facilité de négociation incite à de la spéculation qui élargit fortement le Marché mais entraîne également à un comportement à court terme qui n'est pas entièrement sain.
- c) L'esprit inventif des financiers les pousse dans un désir de concurrence exacerbée à imaginer des produits de plus en plus risqués qui perdent tous les avantages des E.T.F. classiques : il y a alors absence de liquidité, des coûts élevés et surtout une absence de transparence vu la difficulté d'évaluer des produits de catégorie 2 (market to model) et 3 où aucune comparaison n'est possible.

Ainsi les trackers de la première catégorie justifient leur succès à une époque marquée par un désir de déresponsabilisation en utilisant des indices qui servent de référence à tous les opérateurs. La spéculation joue alors un rôle utile en élargissant les marchés et permettant ainsi aux opérateurs de trouver (dans des conditions normales) des contreparties. Il n'en est pas de même chez les autres trackers. L'usage de titres non cotés (ou même rarement cotés), de matières première parfois difficilement négociables, ou pire de produits dérivés totalement incalculables peut rendre difficile des négociations même en temps normal .Une mention spéciale doit être faite pour les trackers d'innovation très utiles pour le développement de l'investissement même si leur négociation reste hasardeuse.

Au total la « révolution etfiienne » est très utile pour intéresser un nouveau public à la bourse grâce à la diversité des produits proposés. Elle s'accompagne d'une spéculation qui peut être considérée comme exagérée et de ce fait dangereuse le jour où les « Flash orders » domineront les marchés éloignant ainsi les véritables investisseurs.

Jean-Jacques PERQUEL  
Président du Groupe Finance

\* \* \*

# LES CAHIERS DU CENTRE

Grands Soutiens du CPF :



**BNP PARIBAS**



GROUPE ADP

GROUPE

