
LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 36

- Actualités -

Avril

2018

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des
Professions Financières (CPF)

CPF

6 avenue Mac Mahon - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Responsables de la publication

Guerric THOUVENIN

g.thouvenin@professionsfinancieres.com

* *

*

SOMMAIRE

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS.....	Page 1
<i>« La création massive de monnaie à l'échelle mondiale présente des avantages, mais aussi des inconvénients. Comment la contrôler ? »</i>	
Jacques de Larosière	Page 3
<i>« Quantitative Easing ou pourquoi le bilan de la FED ne devrait pas retrouver son format d'avant 2008 ? »</i>	
Didier LAUNAY	Page 22
<i>« Assurance retraite : la panne à long terme »</i>	
Hugues GARROS	Page 26
<i>« Place et Rôle des Investisseurs de Long Terme »</i>	
Groupe ILTE et RAP du CILT	Page 32
<i>« Présentation du rapport : Faciliter l'accès au logement des agents publics »</i>	
Alain DORISON	Page 38
<i>« Royaume-Uni : situation financière des fonds de pension à prestations définies en nette amélioration »</i>	
Philippe-Nicolas MARCAILLOU	Page 42
<i>« Blockchain et levées de fonds en cryptomonnaies : L'émergence de monnaies virtuelles va-t-elle transformer l'environnement économique et financier mondial ? »</i>	
Daniel BRETONES	Page 46

SOMMAIRE

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

- ❖ Jacques de LAROSIÈRE, membre de l'Institut dont je ne rappelle pas ici tous les titres et toutes les qualités, nous a autorisé à publier le texte de son intervention à l'Académie des Sciences Morales et Politiques en novembre dernier, c'est une réflexion sur la création massive de monnaie à l'échelle mondiale qui s'inscrit à la suite des analyses qu'il avait bien voulu nous livrer dans une brillante intervention lors du colloque organisé quelques jours auparavant par le CILT sur « le Capital Stratégique National ». Cette réflexion très documentée, apparemment technique, est aussi morale et politique (pages 3 à 21).
- ❖ Didier LAUNAY, Président de XMP Entrepreneurs, dans un court papier sur les perspectives d'évolution du bilan de la FED, n'entrevoit pas les possibilités pour celui-ci de retrouver son format d'avant 2008, la FED n'a pas le contrôle complet de son passif (pages 22 à 25).
- ❖ Hugues GARROS, Directeur Technique de Génération E.R.I.C. (Épargne, Retraite, Investissement, Croissance) alors que les travaux sur la loi PACTE avancent, propose un retour sur image et analyse le système existant et les axes possibles du redéveloppement de l'épargne retraite supplémentaire (pages 26 à 31).
- ❖ À la suite de son colloque « Des Retraites pour Financer l'Économie », le Club des Investisseurs de Long Terme a organisé, à la Caisse des Dépôts, un séminaire restreint à une soixantaine de personnes : économistes, acteurs du secteur, régulateurs, avec un double but :
 - identifier les acteurs français de l'investissement de long terme ainsi que leurs engagements,
 - évaluer les atouts mais aussi les contraintes excessives apportées par les cadres réglementaires et comptables.J'en résume ici quelques points qui, au regard de l'étude des situations étrangères, soulignent notamment la faiblesse des réserves cumulées des caisses de retraites françaises face à leurs engagements et aux défis démographiques (pages 32 à 37).
- ❖ Alain DORISON, Président du groupe ISR de L'Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières, avec la pugnacité et la détermination qui lui sont reconnues nous permet de publier un résumé de son rapport « Faciliter l'accès au logement des agents publics » (pages 38 à 41).
- ❖ Philippe-Nicolas MARCAILLOU, auteur d'ouvrages et d'articles financiers, nous a fait parvenir un papier sur le système britannique des retraites. C'est un contrepoint intéressant à nos réflexions sur les pistes de réformes envisageables en France sur lesquelles le CILT travaille et qui feront l'objet du n°37 des Cahiers du Centre (pages 42 à 45).
- ❖ Daniel BRETONÈS, Président de l'ANDESE, nous adresse un résumé de son intervention à l'Académie de Comptabilité sur la genèse et les perspectives de la Blockchain dans le domaine financier. Nous sommes pleinement rentrés dans le « NewAge » (pages 46 à 50).

Bonne lecture

* * *

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

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :
Centre des Professions Financières
6 avenue Mac Mahon, 75017 Paris

Contact :
contact@professionsfinancieres.com
Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

Institut de France
Académie des Sciences Morales et Politiques
Entretien Académique du 20 novembre 2017

**« LA CREATION MASSIVE DE MONNAIE A L'ECHELLE MONDIALE
PRESENTE DES AVANTAGES, MAIS AUSSI DES INCONVENIENTS.
COMMENT LA CONTROLER ? »**

Jacques de LAROSIÈRE, ancien Directeur Général du FMI, Gouverneur Honoraire de la Banque de France, Membre de l'Institut de France

C'est un des grands sujets de la macro-économie financière mondiale que je dois traiter aujourd'hui devant vous en 45 minutes.

On a beaucoup écrit sur les conséquences de la croissance de la liquidité mondiale. Mais il est difficile de synthétiser les analyses et les recherches et d'en tirer des conclusions.

Au risque de simplifier, je vais m'efforcer, cependant, de clarifier le sujet. Je suivrai le plan auquel m'invite le libellé qui m'a été fourni.

I – Dans un premier temps, je tenterai de définir la notion de « création monétaire mondiale » et de montrer comment celle-ci a massivement augmenté depuis une quarantaine d'années.

II – En deuxième lieu, je m'interrogerai sur les « avantages » qu'a pu présenter ce phénomène.

III – En troisième lieu, je soulignerai les « inconvénients » de cette explosion de la création monétaire mondiale, notamment sur la stabilité du système financier.

En conclusion, je partagerai avec vous mes réflexions sur la question : « Comment contrôler cette création de liquidité ? ».

I – La création des liquidités internationales et son explosion.

Traditionnellement, on distingue, d'une part, la liquidité internationale détenue sous forme de réserves officielles par les Banques Centrales et, d'autre part, la liquidité « privée ».

Examinons l'évolution de ces deux grandeurs.

1 - Les réserves officielles des Banques Centrales ont quintuplé en termes réels depuis l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971-73.

Les **graphiques N°1 et 2** qui retracent l'évolution des réserves extérieures des Banques Centrales sont éloquentes à cet égard.

Début des années 1970	Une centaine de Milliards \$ de réserves globales représentant près de 2% du PIB mondial
2009	4,9 trillions (soit un multiplicateur nominal de 50 en quarante ans), représentant près de 10% du PIB mondial

On constate que l'essentiel de cette augmentation a été le fait de la Chine, des autres pays émergents et du Japon depuis le début des années 90¹. En revanche, les réserves des pays avancés apparaissent assez stables.

On voit là le reflet du dysfonctionnement du système monétaire international. Dans le régime de liberté de change actuel, les pays structurellement créditeurs en balance des paiements courants (comme la Chine et le Japon) préfèrent intervenir sur le marché des changes en achetant des dollars plutôt que de laisser leurs devises s'apprécier par le jeu du flottement des parités. De la sorte, ces pays créditeurs accumulent des réserves extérieures pour maintenir leur compétitivité, tout en permettant aux pays structurellement débiteurs comme les Etats-Unis de ne pas subir une dépréciation de leur monnaie (dépréciation qui les obligerait à resserrer leur politique économique pour lutter contre l'inflation importée). **Le paradoxe est que la liberté des changes a laissé prospérer un système incongru : ce sont les pays en développement qui financent le pays le plus riche du monde (les US).**

Mais les réserves officielles – qui permettent aux Etats d'intervenir sur le marché des changes et de régler leurs déficits extérieurs - ne sont que la partie émergée de l'iceberg. Ce sont les financements privés qui constituent l'essentiel de la liquidité mondiale. **Leur masse était en 2007, au moment de la crise, près de quinze fois plus élevée que le montant des avoirs officiels.**

2 - La liquidité privée a explosé.

Bien que très largement utilisée, la notion de « liquidité globale » (privée) ne fait pas l'objet d'une définition universellement admise.

- a) Il existe une **approche restrictive** qui consiste à ne retenir que les crédits transfrontaliers (accordés par des banques à des clients non-résidents) ainsi que les crédits libellés dans une monnaie étrangère par rapport à celle des emprunteurs.

Cette définition a l'avantage de mettre l'accent sur l'aspect extérieur transfrontalier de la liquidité.

¹ Les deux plus grands détenteurs de réserves mondiales – le Japon et la Chine – comptent à eux seuls pour plus de la moitié de l'accumulation des réserves mondiales constatée entre 2002 et 2005.

Mais elle me paraît moins adaptée au sujet qui nous occupe aujourd'hui que l'approche plus large qui est, du reste, de nos jours, la plus communément admise.

- b) **L'approche extensive** consiste à retenir non plus seulement les crédits à des non-résidents, mais l'ensemble des moyens mis à la disposition des agents économiques (non financiers) par le système bancaire mondial.

On sait, en effet, que l'octroi d'un crédit par une banque à un client se traduit automatiquement par une création de dépôts dans les livres de la banque prêteuse. Il s'agit de l'application de l'adage « Loans make deposits » (« les prêts font les dépôts »). De fait, on conçoit que celui qui a obtenu un crédit d'une banque n'a guère d'autre option, au départ, que de placer la somme obtenue sur un compte de dépôt tenu par cette banque.

L'accroissement des activités de prêts bancaires a donc, par définition, une incidence directe sur les dépôts et donc sur les agrégats monétaires et participe, ainsi, au premier chef à la création de la liquidité globale. C'est l'octroi de crédits qui est la principale source de création monétaire.

Pour rendre compte des effets macro-économiques de la création de liquidité, il m'a paru adéquat de retenir ici la notion large. Ce concept se réfère à la « disponibilité de fonds » permettant de financer, dans une perspective globale, des biens, des services et des actifs. Dans un monde où prévalent la liberté de circulation des capitaux et la convertibilité des monnaies, le concept de « crédit global » est particulièrement adapté à l'analyse des incidences mondiales de la création monétaire.

Le graphique N°3 donne une idée de la croissance de cette liquidité globale (privée) sous forme de crédits. Pour l'ensemble du monde, l'encours des crédits accordés s'élevait en 2007 – soit juste avant la crise – à environ 75 trillions \$, soit 130% du PIB mondial.

La progression avait été fulgurante : 40% d'augmentation en 7 ans (de 2000 à 2007) dans un contexte d'inflation faible.

(Pour les seuls crédits libellés en dollars US, le montant des encours atteignait 50 trillions \$ en 2016, contre 17 trillions en 2000, soit un triplement en quinze ans).

On voit, ainsi, que la liquidité privée avait atteint en 2009 un tout autre ordre de grandeur que la liquidité officielle : *72 trillions contre 5 trillions de réserves des Banques Centrales*

On observe aussi que le taux de croissance du crédit global (de l'ordre de 5 à 6% par an entre 2000 et 2007) est devenu très supérieur (environ deux fois) au taux de croissance économique. **C'est la manifestation de la « financiarisation » croissante de l'économie internationale. De fait, le monde des trente années d'après-guerre, caractérisé par la libéralisation des transactions courantes, a basculé, à partir des années 80, vers la suprématie des mouvements de capitaux « financiers » et une économie d'endettement.**

Interrogeons-nous sur les avantages qu'a pu entraîner ce phénomène.

*

* *

II - Les « avantages » de cette création de liquidités.

Il est difficile d'exposer ces « avantages » de manière univoque.

De fait, je n'ai pu découvrir dans la littérature économique aucune étude ayant établi de façon convaincante les effets bénéfiques sur l'économie mondiale de l'expansion de la liquidité globale et du crédit telle que je viens de l'évoquer.

On est, pourtant, instinctivement tenté de penser que davantage de crédit est susceptible de favoriser l'investissement et donc la croissance économique.

Et, à maints égards, cela se vérifie empiriquement. Dans une phase de ralentissement de la conjoncture, le fait d'injecter de la liquidité, de mettre des moyens financiers supplémentaires et assortis de bas taux d'intérêt à la disposition des agents économiques – qu'ils soient consommateurs ou entrepreneurs – ne peut que favoriser la relance de la demande.

On retrouve là, du reste, un des apports fondamentaux de Keynes à la pensée économique moderne.

La politique monétaire traditionnelle, telle qu'elle avait été appliquée au moment de la Grande Dépression de 1929, avait échoué ; elle avait même, dans une large mesure, provoqué et aggravé la crise. En revanche, la nouvelle politique monétaire et budgétaire des années 30, axée sur la demande et initiée par Roosevelt sous l'influence de Keynes, a indiscutablement contribué à la reprise économique et à l'emploi.

De ce point de vue, on pourrait être tenté de penser, par extrapolation, que l'extraordinaire croissance économique observée chez les pays avancés depuis la fin de la guerre jusqu'aux années 2000, s'explique – ou, au moins, a été fortement soutenue – par l'augmentation du crédit ainsi que par la liberté et l'ampleur des flux de capitaux internationaux.

Nombreux sont ceux qui franchissent ce pas et soutiennent encore aujourd'hui que c'est la relance de la demande – par le déficit budgétaire et la création monétaire – qui peut seule faire redémarrer une croissance économique qui s'essouffle depuis dix ans.

L'emblématique « courbe de Phillips »² formulée en 1958 par un économiste Néo-Zélandais a longtemps servi d'illustration à cette thèse. L'axiome peut se résumer de la façon suivante :

² Cette courbe montre que quand l'inflation (en ordonnée) augmente le chômage (abscisse) diminue. Les monétaristes (Friedman, Lucas ...) ont critiqué cette thèse en arguant que, sur le long terme, la courbe est verticale et le chômage devient égal à son « taux naturel » (chômage né d'inadaptations et chômage frictionnel). Les individus finissent en effet par se rendre compte qu'ils sont victimes de l'illusion nominale et que les salaires apparemment plus élevés sont plus faibles en termes réels.

« un peu plus d'inflation (entraînée par une augmentation du crédit et par la hausse des salaires) favorise l'emploi ».

De fait, cet arbitrage entre inflation et plein emploi a longtemps constitué le soubassement de la politique économique des pays avancés. Il permettait aussi aux gouvernements de faire croire qu'ils « réagissaient » utilement à la pression populaire en cas de poussée du chômage en laissant filer l'inflation.

Mais ce dogme, qui reposait sur la permanence de l'illusion monétaire (car l'inflation se traduit toujours en fin de compte par un appauvrissement en termes réels), a fini par s'écorner lorsque l'on s'est aperçu, à partir de la moitié des années 70, que le monde était entré dans une phase de « stagflation » où pouvaient co-exister, contrairement à la théorie, à la fois inflation et chômage.

C'est alors que la pensée économique dominante s'est engagée, depuis le début des années 1980, dans une politique de lutte contre l'inflation au moyen, notamment, d'un renforcement de l'indépendance des Banques Centrales. Ce sont les années dites de la « Grande Modération » où l'inflation chronique – et croissante – des années 60 et 70 a fini par être jugulée.

Mais qu'en est-il des « avantages » de cette liquidité mondiale qui ne cessait de croître ?

Il est impossible de donner une réponse simple et uniforme à la question du bilan des « avantages et des inconvénients » de la création monétaire, pour la bonne raison que cet équilibre change avec le temps et se dégrade au fur et à mesure que l'endettement s'accroît. On comprend qu'un pays très faiblement endetté ait « de la marge » pour faire appel à des capitaux extérieurs et se développer, alors que tel autre ayant dépassé la limite tolérable d'endettement ne peut plus sans danger recourir à de nouveaux prêts.

C'est pourquoi je vais m'attacher à distinguer les différentes phases du processus d'endettement mondial en essayant d'analyser la nature des capitaux en question.

1 – Les pays avancés.

- a) Tout d'abord, **dans la première période d'après-guerre, celle des « trente glorieuses » (1945-1974)**, pendant laquelle les pays avancés ont connu la plus forte croissance de l'histoire contemporaine (environ 5% de croissance réelle par an en moyenne, ce qui est sans précédent sur une durée aussi longue), on observe que **les flux de capitaux internationaux et la croissance du crédit global ont été modérés.**

Plusieurs raisons expliquent cette modération :

- D'une part, la fixité des changes du système de Bretton Woods prévalait encore ;
- d'autre part, la plupart des Etats cherchaient à se protéger des inconvénients des mouvements de capitaux par des contrôles des changes rigoureux.

Il est de fait que l'extraordinaire croissance des « 30 glorieuses » ne peut être expliquée par la création monétaire internationale.

- b) Puis s'ouvrit **une deuxième période, celle qui va de 1975 à la fin des années 90.** Elle est marquée notamment par les suites de l'effondrement du système de Bretton-Woods en 1971-73, les deux chocs pétroliers de 1974 et 1979 et la montée de l'inflation. On sait ce qui s'en est suivi : abandon de la discipline collective en matière de changes, facilités accrues pour l'endettement extérieur³, recyclage des « pétrodollars » par le système bancaire international, crises d'endettement extérieur, politiques monétaires axées sur la maîtrise de l'inflation des prix à la consommation mais non sur le freinage de la croissance excessive du crédit et de la hausse du prix des actifs.

C'est la période de la grande « dérégulation financière » qui a vu disparaître les contrôles des changes et qui a facilité l'expansion des liquidités internationales et, en particulier, celle du marché de l'Euro-dollar⁴ et des capitaux à très court terme (mouvements dits « spéculatifs » dont j'évoquerai plus tard les inconvénients). En bref, le système mondial coopératif créé en 1944 était ébranlé dans ses fondements mêmes. L'endettement indéfini – tant des Etats que du secteur privé – était apparu à beaucoup comme la solution à tous les problèmes. Cette abondance de liquidités a, certes, favorisé l'expansion du commerce mondial et accompagné les pays avancés dans une croissance acceptable bien que plus modeste (2,5% l'an en moyenne pendant cette période, soit la moitié de la croissance des Trente Glorieuses), mais au prix de dégâts dont la troisième période a hérité.

- c) **Cette troisième période est celle du désordre que nous avons vécu dans les années 2000 et qui explique la crise financière de 2007-2008.** L'explosion du crédit qui caractérise cette phase et la grande aisance monétaire qui l'a permise, se sont traduites par **la formation de considérables bulles d'actifs dans un environnement de taux d'intérêt proches de zéro** et d'une appréciation défailante des risques. Les marchés ont été emportés en 2007 par la crise des « sub-primes »⁵. La confiance a disparu d'un coup, la liquidité s'est dérobée et il a fallu, pour sauver le système financier, que les Banques Centrales se portent massivement acheteuses de titres souvent considérés comme « toxiques » et qui ne trouvaient plus preneurs. **Les Instituts d'Emission sont donc devenus les prêteurs en dernier ressort du système,** multipliant la taille de leurs bilans jusqu'à cinq fois⁶. Le paradoxe était que la crise provenait d'un excès d'endettement mais que le remède à la crise a été : « encore plus d'endettement ! ».

³ C'est à partir des années 1980 que la part des flux de capitaux dans le total des transactions internationales a explosé (passant de 4% du PIB en 1975 à environ 200% en 1993 pour les grands pays).

⁴ Le marché de l'Euro-dollar, c'est-à-dire celui des dollars traités par les banques non-américaines, a pris un essor considérable depuis le début des années 70 et a contribué à l'augmentation de la liquidité globale. La réglementation américaine datant des années 30, dite « réglementation Q », fixait, en effet, des plafonds aux taux de rémunération des dépôts bancaires. Elle était destinée à contenir l'accès des banques US à la collecte des dépôts. Mais cette réglementation fut tournée ou exploitée : les banques américaines ont pu, en effet, désormais s'alimenter en dépôts en \$ auprès des banques étrangères qui travaillaient sans limites sur l'Euro-dollar. Un développement considérable de ces opérations « off-shore » s'en est suivi au cours des années 70 et 80. Les banques commerciales internationales ont massivement prêté en Dollars, provoquant ainsi l'expansion du marché des Euro-crédits et de la liquidité mondiale. C'est ainsi que les dépôts en \$ placés auprès des Eurobanques ont décuplé de 1970 à 1979. En 1991, les engagements en Euro-dollars des banques s'élevaient à 7300 Milliards de \$, soit près de dix fois le montant des réserves officielles (800 Milliards \$).

⁵ Crédits « sub-primes » : crédits immobiliers accordés à des emprunteurs fragiles et dont la capacité à rembourser était incertaine.

⁶ 10 trillions \$ ont été ajoutés à leur bilan par les principales Banques Centrales : un record absolu !

2 – En ce qui concerne les pays émergents, je crois qu'on peut avancer que les entrées de capitaux internationaux dont ils ont bénéficié au cours des années 80-90 ont contribué, avec, évidemment, l'ouverture du commerce mondial, à leur prodigieux essor économique. Il convient, cependant, de nuancer cette assertion. En fait, c'est l'épargne intérieure de ces pays qui a été le facteur déterminant de leur croissance.

*

* *

Au total, ce que l'on a appelé le « consensus de Washington » qui a prévalu pendant les années 80 jusqu'en 2007 était fondé sur deux présupposés dogmatiques :

- **La libéralisation des marchés financiers, leur développement et leur intégration sont favorables à la croissance économique ;**
- **Les marchés sont rationnels et s'auto-corrigent assez vite en cas de déviations par rapport aux fondamentaux.**

Le consensus concluait logiquement qu'il était impératif de conduire les pays émergents à la libéralisation totale de leurs marchés financiers.

Or ces deux axiomes se sont avérés infondés ou dangereux. Les études empiriques sur la relation entre ouverture des marchés financiers et développement économique sont, en effet, peu concluantes. Quant à la rationalité des marchés, et à leur caractère auto-stabilisateur, la crise de 2007-2008 a montré l'inanité de cette croyance.

*

* *

III – En quoi l'expansion de la liquidité globale a-t-elle fragilisé le système financier ?

Il faut, avant de répondre à cette question, donner une idée plus précise de ce qu'a été l'expansion fulgurante de la liquidité globale au cours des années qui ont précédé la crise de 2007-2008.

Depuis la fin des années 70 et jusqu'en 2010, l'endettement public des pays avancés (essentiellement sous forme d'obligations) a quintuplé en termes réels (passant de 20 à 100% du PIB). Or, au-delà d'un niveau d'endettement public de l'ordre de 70% du PIB, l'expérience montre que les incidences négatives sur la croissance semblent l'emporter.

Quant au crédit au secteur privé (non financier) il a également explosé (triplément en termes réels de 1970 à 2010⁷).

Or l'observation « post-crise » montre que les pays de la zone Euro les plus endettés ont eu la plus faible croissance.

⁷ Aux Etats-Unis, l'endettement est passé de 112% du PIB en 1976 à 295% en 2008, soit près d'un triplement en valeur réelle en trente ans.

L'ensemble des pays du G20 ont accumulé aujourd'hui une dette totale de plus de 150 000 Milliards, soit un niveau record de 230% du PIB (un quasi doublement au cours des 15 dernières années). L'économiste américain Minsky a montré, parmi d'autres, l'inévitabilité des crises financières issues du laisser-faire en matière d'endettement⁸.

*

* *

Cette montée en puissance du crédit⁹ a eu plusieurs conséquences sur la stabilité du système :

- 1) **La facilité avec laquelle on pouvait s'endetter a favorisé la prise de risques de plus en plus élevés** ce qui a entraîné la détérioration de la qualité des bilans des institutions financières ;
- 2) **La facturation du coût des risques**, dans un environnement de taux bas, **était devenue notoirement insuffisante**, ce qui incitait les emprunteurs à s'endetter toujours davantage ;
- 3) **Le système financier était donc fragilisé et nombre d'emprunteurs, trop exposés, ne pouvaient plus faire face à leurs échéances** que si la croissance économique et le prix des actifs continuaient à progresser.
- 4) Cette progression du crédit explique **la taille et la volatilité croissantes des mouvements de capitaux ainsi que les crises d'endettement** qui ont émaillé notre histoire financière : crise d'Amérique latine en 1982, crise mexicaine de 1995, crise asiatique de 1997, crise russe de 1998, crise mondiale de 2007-2008...
- 5) Enfin, **les taux d'intérêt proches de zéro**, voire négatifs, que nous connaissons depuis plusieurs années **affectent gravement l'équilibre des fonds de pension et des organismes d'assurance-retraites**. Ces institutions voient baisser le rendement de leurs actifs alors que leurs engagements à long terme vis-à-vis des retraités demeurent à leurs niveaux contractuels¹⁰.

Il est donc impossible de soutenir que la création massive de liquidités internationales à bas taux d'intérêt n'ait pas eu des effets négatifs sur la stabilité du système financier mondial.

Le présupposé à la base de la politique monétaire qui nous a menés là où nous sommes aujourd'hui est que l'inflation des prix à la consommation finit toujours par être porteuse – ou signe – d'activité économique. Promouvoir un minimum d'inflation grâce à une politique

⁸ Hyman Minsky a théorisé l'instabilité fondamentale de la finance. Il a analysé les différentes phases du cycle du crédit : le financement « bordé » - hedged – (adéquation entre actifs investis et conditions de financement), auquel succède le financement spéculatif « euphorique » (où les cash flow futurs ne suffisent pas à couvrir les charges - et le remboursement - de l'endettement accumulé), puis la prise de profits, la vente systématique des actifs par des investisseurs surendettés en quête de liquidité, suivies par la panique. Lorsque l'euphorie s'installe, les institutions financières tendent à accorder davantage de crédits à des emprunteurs de plus en plus douteux. Dans ce modèle, la stabilité de la première phase engendre l'instabilité des phases suivantes.

⁹ La dette globale est passée de 87 000 Milliards \$ en 2000 à 152 000 Milliards en 2015 (soit 225% du PIB mondial).

¹⁰ On a calculé que le déficit des seuls fonds de pension des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne, du Canada, de l'Australie, des Pays-Bas et du Japon s'établit aujourd'hui à 22 trillions \$.

monétaire accommodante serait donc, en définitive, le moyen d'assurer la croissance et le plein emploi.

Mais avec les changements structurels à l'œuvre, et, en particulier, avec les effets de la mondialisation (qui contribue à freiner l'inflation du fait de l'ouverture du commerce international aux importations en provenance des pays à bas salaires), le lien entre inflation et activité économique s'est distendu.

En conséquence, le fait de chercher, à tout prix, à faire remonter l'inflation à ses niveaux traditionnels, apparaît en partie illusoire et n'est plus aujourd'hui une garantie de croissance.

De fait, les banques centrales semblent bien avoir perdu de leur pouvoir d'influencer l'inflation. Mais qu'elles s'obstinent, malgré cela – ou à cause de cela – à créer massivement de la monnaie, c'est, à coup sûr, le meilleur moyen, pour les raisons que je viens d'évoquer, de porter atteinte à la stabilité du système financier et, par là même, de mettre en péril la croissance future.

*

* *

Regardons de plus près, à la lumière de la crise de 2007-2008, les enchaînements entre surabondance des liquidités et du crédit d'une part, et dérèglements du système financier de l'autre.

Dès que les prix de l'immobilier aux Etats-Unis – qui avaient atteint des sommets inexplicables – ont commencé à se retourner à partir de 2006, les emprunteurs américains ont évidemment vu la valeur de leurs gages fonciers se réduire, mais aussi leur capacité à rembourser. En effet, les banques, constatant l'appauvrissement patrimonial de leurs clients, ne pouvaient plus consentir aux plus impécunieux d'entre eux de nouveaux crédits qui eussent pu les aider à rembourser leurs emprunts hypothécaires antérieurs.

Mais il y avait plus grave encore.

Comme les crédits immobiliers avaient été en grande partie « titrisés » (c'est-à-dire vendus sur les marchés mondiaux à des investisseurs sous forme de titres), le virus des mauvais « subprime » initiés aux Etats-Unis par les banques américaines a vite infecté les marchés financiers par un processus fatal de contagion.

Par ailleurs, la baisse des prix de l'immobilier a conduit les agences de notation (qui n'avaient pas anticipé ce retournement) à dégrader massivement les notes (bien trop favorables) qu'elles avaient données à l'origine à ces instruments hypothécaires titrisés. Les prix de ces actifs se sont donc effondrés et les institutions qui les détenaient (banques, hedge funds, conduits, fonds monétaires) ont donc dû les provisionner, à défaut de pouvoir les vendre sur des marchés où les acheteurs avaient disparu.

Mais, pour acquérir, avant la crise, ces instruments titrisés – qui s'étaient avérés relativement attractifs dans un environnement de taux d'intérêt très faibles – la plupart des intermédiaires financiers avaient beaucoup emprunté.

Ces institutions avaient ainsi considérablement accru leur effet de levier (en laissant diminuer la proportion de leurs fonds propres par rapport aux prêts consentis) ainsi que leur pouvoir de transformation (en empruntant court pour financer des actifs longs). Il s'en est suivi que la chute de la valeur des actifs titrisés sous-jacents a entraîné, à son tour, la défiance des prêteurs : soudainement, les marchés interbancaires et celui du « papier commercial » se sont asséchés et nombre d'institutions n'ont pu refinancer les actifs qu'elles détenaient dans leur bilan. Certaines SICAVs monétaires – qui détenaient des « subprimes » - étaient devenues illiquides alors qu'elles étaient traditionnellement considérées comme des substituts de monnaie.

Dans un monde hyperfinanciarisé, où la liberté des mouvements de capitaux est l'élément central du jeu monétaire international et où l'endettement des agents économiques s'était accru sans contrôle et à très bas taux d'intérêt, plusieurs phénomènes se sont produits :

- 1) **L'intégration mondiale des marchés financiers et la titrisation se sont révélées être des facteurs de contagion et donc de vulnérabilité.** Désormais, la crise ne peut plus être contenue dans l'Etat ou dans le secteur où le feu a démarré. Elle se propage aussitôt à travers le monde ;
- 2) **Un système financier dont le développement repose trop, comme c'est le cas du financement de l'immobilier aux Etats-Unis, sur la hausse continue du prix des actifs - en l'occurrence celui des logements - , est voué à des crises répétées.** A cet égard, le système bancaire anglo-saxon avait contribué à l'euphorie ambiante en « extrayant » de la valeur à partir de la hausse des prix immobiliers et en augmentant ainsi sa capacité à accorder des prêts supplémentaires à des emprunteurs souvent impécunieux.
- 3) **L'expansion du crédit a puissamment contribué à la montée du prix des actifs. Cette hausse s'est elle-même traduite par les « effets-richeesse », surtout dans le monde anglo-saxon :** en effet, la hausse des valeurs patrimoniales donne à beaucoup l'impression d'être plus riches et de pouvoir donc emprunter davantage. Mais la formidable montée des valeurs sur les marchés boursiers liée à l'excès de création monétaire est préoccupante dans la mesure où elle n'est pas en ligne avec les taux de croissance économique très modérés que nous connaissons depuis quelques années ;
- 4) Les interconnexions entre marchés traditionnels et marchés dérivés ont surpris par leur ampleur. Dans un monde où la sophistication des produits financiers a crû exponentiellement, **la complexité s'est révélée source d'instabilité et de contagion ;**
- 5) L'intensification des échanges de titres financiers a accru la sensibilité des positions extérieures nettes des grands pays aux mouvements des taux de change et des prix des actifs¹¹. Ainsi, les Etats-Unis ont bénéficié, au cours des années 2000, d'effets de

¹¹ Entre 1973 et 1996, l'intégration financière internationale (somme des actifs et des passifs extérieurs dans le PIB) a connu une croissance soutenue. Dans ce contexte de mondialisation financière, les revalorisations d'actifs et de passifs extérieurs ont augmenté alors que le rôle des déséquilibres courants déclinait.

valorisation positifs de leur position extérieure nette en dépit de la détérioration continue de leur solde courant. Le processus d'ajustement des balances des paiements s'en trouve faussé.

- 6) La politique monétaire avait trop mis l'accent sur la stabilité des prix à la consommation, et pas assez sur la hausse anormale des prix des actifs et sur les bulles financières qui sont, pourtant, des indicateurs très sûrs d'inflation future ;
- 7) Enfin, et d'une manière plus générale, **les acteurs de la politique monétaire ont sous-estimé l'importance du « cycle financier » qui exerce sur l'économie réelle un effet d'autant plus déstabilisant que la masse de liquidités est élevée.** Après l'emballement du prix des actifs et la crise, vient la nécessaire et inéluctable « réparation » des bilans soufflés durant les années d'euphorie. Cette réparation est longue (environ deux fois plus longue – au moins 10 ans – que le cycle économique traditionnel) et entraîne de lourds sacrifices en termes de réduction des investissements et d'accroissement du chômage.

Mais, au-delà de cette évocation des incidences globales de la croissance massive du crédit il faut se préoccuper aussi du **raccourcissement des échéances** qui la caractérise.

Du temps de la première globalisation financière (celle du XIX^{ème} siècle), les capitaux circulaient librement comme aujourd'hui. Mais c'étaient, en majorité, des flux d'épargne de long terme destinés à financer les dépenses d'infrastructure liées à la révolution industrielle (chemins de fer, équipements électriques ...).

Aujourd'hui, la situation a complètement changé : ce sont les flux financiers de très court terme qui prédominent¹².

Comme le disait Keynes : « Lorsque l'organisation des marchés financiers se développe, l'activité de spéculer l'emporte sur l'activité d'entreprendre ».

J'ajouterai une dernière observation. Lorsque la politique monétaire des pays avancés – et notamment celle de la Fed, qui joue un rôle décisif sur l'ensemble des marchés – s'assouplit et que les taux d'intérêt s'approchent de zéro, les pays émergents sont directement affectés par cette situation. Ces pays connaissent, en général, du fait de leur processus de « rattrapage économique », une inflation et donc des taux d'intérêt plus élevés que ceux que l'on observe dans les pays avancés. Dans l'environnement de bas taux qui règne sur les grands centres financiers, les investisseurs trouvent donc dans ces pays émergents des taux de rémunération plus élevés. D'où des mouvements de capitaux disrupteurs et à très court terme (« carry Trade ») : les pays émergents ont alors du mal à sauvegarder leur politique monétaire anti-inflationniste au risque de voir leur change s'apprécier. Et les entrées de capitaux nourrissent, à leur tour, des bulles de crédit locales¹³.

*

¹² Les montants échangés – à la vitesse électronique – chaque jour sur le marché des changes défient l'imagination : 4000 Milliards \$ contre 200 en 1986.

¹³ Après la crise, le mouvement a continué dans certains pays émergents. Ainsi, le crédit en monnaie étrangère aux entreprises et aux ménages chinois a plus que doublé de 2009 à 2011 (voir « Global credit and domestic credit loans » par Claudio Borio et alia - BRI Quarterly review Sept 2015).

CONCLUSION :

Comment contrôler la liquidité internationale ?

Le bilan de cette expansion de la création monétaire s'avère, en définitive, préoccupant.

Les capitaux à long terme ont, indéniablement, alimenté le système en liquidités et contribué à la croissance économique, d'abord en Europe, au Japon, puis dans les pays en développement et émergents. Ils ont sans nul doute favorisé l'expansion du commerce mondial.

Mais les excès de l'endettement global ont fragilisé le système financier :

Alors que certains s'attendaient au développement harmonieux et à coûts plus faibles de marchés financiers de plus en plus intégrés, efficients et concurrentiels, on a observé :

- **La montée de l'endettement au-delà des limites soutenables ;**
- **La vulnérabilité croissante des pays endettés aux perceptions changeantes des marchés ;**
- **L'aggravation des déficits extérieurs mondiaux ;**
- **Une volatilité croissante des mouvements de capitaux ;**
- **L'expansion démesurée des flux spéculatifs de court terme ;**
- **La formation de bulles d'actifs ;**
- **La fragilisation des institutions d'épargne-retraite ;**
- **Une succession de crises financières ;**
- **Un développement considérable de l'endettement extérieur des Etats-Unis (plus de 20 000 Milliards \$), contrepartie des réserves accumulées par les pays émergents créditeurs. Or la « capacité fiscale » des USA à faire face à cet endettement se réduit progressivement¹⁴. C'est aujourd'hui la nouvelle forme du « dilemme de Triffin »¹⁵.**

Il faut donc se poser les deux questions-clé :

- « Peut-on contrôler ces mouvements de capitaux, notamment les plus volatiles d'entre eux, afin d'éviter leurs effets délétères sur la stabilité du système ? ».
- « Peut-on créer un mécanisme plus rationnel et plus soutenable d'alimentation du système en liquidités ? ».

Poser ces questions c'est, du même coup, mettre l'accent sur l'absence, depuis 1973, d'un système monétaire international capable d'instaurer une véritable coopération entre les Etats afin de renouer avec la stabilité financière. La réforme de ce système n'a fait aucun progrès depuis plus de 40 ans.

¹⁴ La position nette extérieure totale des Etats-Unis, longtemps positive, est devenue négative depuis les années 90 (- 7300 Milliards \$ en 2015).

¹⁵ Ce dilemme posait, à l'origine, le problème de la fragilité du dollar et de l'impossibilité d'assurer, à terme, sa convertibilité en or. Aujourd'hui, il s'agit plutôt de la crédibilité des USA face à leur endettement croissant.

Il faut rappeler qu'un système monétaire international n'est rien d'autre qu'une manière de faire co-exister, sous une autorité commune et dans un cadre coopératif, cohérent et discipliné, différentes politiques nationales. Tant que l'on n'aura pas reconstitué un ordre monétaire répondant à ces caractéristiques, on ne pourra répondre aux questions posées. Or, aujourd'hui, il faut bien reconnaître qu'il n'existe aucun « ordre monétaire » mondial.

Seul le retour à un engagement international des grands acteurs du système en vue de mettre en œuvre des politiques de stabilité cohérentes permettrait de réduire la volatilité des mouvements de capitaux, les excès de l'endettement et l'instabilité financière qui en résulte.

En raison du fait que l'expansion du crédit intérieur et la politique monétaire qui lui est associée sont parmi les déterminants de l'évolution des balances des paiements courants, l'ancrage des taux de change sur un panier de monnaies-étalon¹⁶ - de préférence à une monnaie nationale (le dollar) que le polycentrisme actuel ne justifie plus - présenterait l'avantage d'inciter les pays « déviants » à regagner le chemin de la stabilité et de la cohérence monétaires avec le souci d'un ajustement plus symétrique des déséquilibres de balance des paiements.

Cette proposition me paraît souhaitable. Mais est-elle réaliste ? Personnellement, je ne le pense pas. Comment espérer obtenir des acteurs majeurs du système – ceux qui déterminent la liquidité internationale – (Etats-Unis, Chine ou même l'Allemagne) – et qui sont satisfaits du statu quo - qu'ils acceptent de soumettre les grandes orientations de leur politique économique et monétaire à des contraintes ou à des demandes d'infléchissement émanant d'une institution multilatérale du type FMI et, de surcroît, dotée de sanctions ? Les tendances de la nouvelle administration américaine ne font que conforter ce scepticisme.

A défaut d'une réforme de si grande ampleur, on peut songer à des propositions plus modestes, mais peut-être plus praticables dans les circonstances actuelles. J'en citerai trois :

- 1) **Développer et donner du contenu à l'idée de la « surveillance macro-économique »**. On s'est aperçu, avec la crise, qu'il ne suffisait pas d'organiser une surveillance « verticale » de chacune des institutions financières pour assurer la stabilité du système. Il fallait aussi – et surtout – comprendre suffisamment tôt, pour les prévenir, les « risques systémiques » qui sommeillent toujours au cœur des marchés. La plupart des Etats se sont donc dotés, après la crise, de « Comités de risques systémiques » chargés de détecter les fissures, les bulles d'actifs et les dérapages avant qu'il ne soit trop tard. Une mise en commun, à l'échelon international, des travaux de ces Comités paraît nécessaire si l'on souhaite arriver à des diagnostics partagés et à des actions, sinon communes (car les problèmes peuvent être localisés) mais du moins cohérentes.

- 2) De ce point de vue, les travaux du Conseil de Stabilité Financière – organe né du G20 – gagneraient, me semble-t-il, à être plus opérationnels et à être formulés d'une manière moins générale.

¹⁶ A défaut de la création d'une véritable monnaie internationale gérée collectivement.

-
- 3) **Intensifier la discrète concertation entre autorités responsables** en ce qui concerne la mise en œuvre de la politique monétaire et ses infléchissements. On sait comment et combien ces orientations – surtout quand elles viennent de la Fed et du plus grand marché financier du monde – peuvent avoir des effets déstabilisateurs sur d'autres pays. Un peu moins « d'unilatérisme » serait de mise.
- 4) **Remettre en cause intelligemment le dogme de la sacro-sainte liberté des mouvements de capitaux pour ce qui est des flux à très court terme** (« hot money »), dont la volatilité et les effets perturbateurs ne sont plus à démontrer. Tout en étant conscient de l'efficacité relative de tels contrôles (du fait de l'extrême intégration du système financier et de la facilité à tourner les règles), je pense qu'il existe des méthodes assez dissuasives - et souvent utilisées dans le passé - pour décourager les entrées de capitaux spéculatifs à très court terme. A cet égard, je signale les travaux entrepris par l'OCDE depuis quelques années et qui ont abouti à un « code de conduite » autorisant le recours éventuel par les Etats à des mesures de restrictions de mouvements financiers.

*

* *

En définitive, les questions lancinantes de Keynes et de Triffin sur le système monétaire international institué au lendemain de la guerre sont toujours actuelles.

Ces deux grands économistes étaient conscients des risques que ferait peser sur la stabilité du système la libéralisation des capitaux non liés au règlement des transactions courantes.

Ils pensaient aussi que le fait de faire dépendre du déficit des paiements courants américains – et donc de la création de dollars – l'alimentation du monde en liquidités était à la fois aléatoire et dangereux.

Rien dans ces inquiétudes n'a changé ni n'a été réglé : le monde s'est intégré financièrement de plus en plus, alors que s'intensifiait le nationalisme monétaire des grandes puissances et que se dissolvaient les disciplines du système multinational organisé à la fin de la guerre.

Ce « non-système » a favorisé, tant chez les émetteurs que chez les détenteurs de la monnaie internationale – le dollar – la poursuite d'objectifs - insoutenables à terme - de croissance de la consommation ou des exportations.

Nous nous sommes habitués à consommer en nous endettant pour éviter de traiter les vrais problèmes. Mais les taux zéro n'incitent guère les gouvernements à maîtriser les déficits et à réduire la charge des dépenses publiques excessives. Quant à la « planche à billets », elle ne saurait être la bonne réponse au poids croissant de la dette souveraine.

Aujourd'hui les niveaux d'endettement sont tels que le système a tendance à se gripper. Le dilemme devient alors le suivant :

- Si les taux d'intérêt se « normalisent », c'est-à-dire augmentent, les pays les plus exposés – et ils sont nombreux – risquent la crise financière souveraine.
- Mais si les pouvoirs publics persistent à pénaliser les épargnants (en cherchant à faire remonter l'inflation coûte que coûte ou en forçant pour longtemps les taux d'intérêt à zéro), le financement à long terme de la croissance économique par l'épargne pourrait être compromis.

Au fond, les choses sont simples : la croissance économique dépend toujours de deux facteurs fondamentaux : le dynamisme démographique et les progrès de productivité. Or le vieillissement des populations observé depuis plus de trente ans ainsi que le déclin de la productivité contribuent inévitablement à l'affaiblissement de la croissance.

Au lieu de le reconnaître et de s'efforcer de traiter, dans la mesure du possible, les causes structurelles du ralentissement de la croissance tout en cherchant à restaurer les équilibres fondamentaux, on a préféré « jeter de l'argent aux problèmes » en augmentant sans cesse la création monétaire, les déficits, l'endettement, et le risque de bulles.

Comme l'a dit récemment un économiste américain : « On en est arrivé à une société qui, littéralement, se consume elle-même. »¹⁷.

*

* *

Si les Banques Centrales apparaissent comme devant continuellement renflouer les économies, les banques et les Etats, l'alea moral s'installerait et l'appétit pour le risque deviendrait illimité.

Le fait pour certaines Banques Centrales d'acheter des quantités considérables de bons du Trésor (jusqu'aux $\frac{3}{4}$ des émissions) fait, certes, baisser les taux d'intérêt sur ces instruments mais laisse aussi accréditer l'idée que les Instituts d'Emission ont vocation à monétiser la dette publique. Il est à craindre que lorsque la prochaine crise surviendra, les Banques Centrales n'aient plus de marges pour baisser les taux et seront confrontées à une récession qu'elles ne pourront plus vaincre avec l'hétérodoxie monétaire, vu la difficulté de faire baisser les taux en dessous de zéro.

*

* *

Il ne faudrait pas croire que ces enchaînements ont été le fruit du hasard ou de forces obscures et irrépessibles.

¹⁷ Christopher Whalen dans « *International Economy – Spring 2017* ».

En fait, les grands Etats, acteurs du jeu économique et financier, ont consciemment « déréglementé » à partir des années 80. Ils souhaitent libéraliser, pour le développer, le système financier mondial afin d'assurer plus de croissance. Ainsi, les Etats-Unis ont-ils organisé la course à l'endettement. Pour faire accéder à la propriété de leurs logements les couches sociales les moins favorisées, les autorités américaines n'ont pas hésité à faire pression sur les banques et les organismes para-publics de refinancement des logements en les poussant à prêter toujours davantage à des clients dont les capacités de remboursement étaient plus que douteuses¹⁸.

En un mot, plutôt que d'encourager l'accès au logement au moyen d'une politique de redistribution par le budget, le Congrès a préféré ouvrir les vannes du crédit à des emprunteurs fragiles.

Mais favoriser la croissance ou le bien-être social par une expansion imprudente du crédit est une forme de démagogie particulièrement coûteuse, notamment pour ceux qui sont supposés en être les bénéficiaires.

Y a-t-il eu, au moins, un débat démocratique au sein des représentations nationales sur ce choix, pour le moins aventureux, et sur ses conséquences à long terme ? A ma connaissance, la réponse est négative. C'est là que notre sujet, apparemment technique, rejoint la morale et la politique.

Jacques de Larosière

¹⁸ Cf « La globalisation financière en crise » par Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak - Revue OFCE Juillet 2009.
« Aux Etats-Unis, les marchés financiers furent systématiquement déployés pour résoudre les problèmes sociaux ».

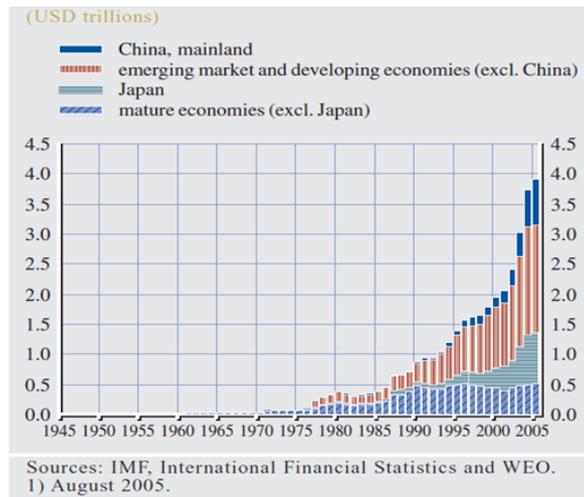
et : « Sous l'administration Carter, le " Community Reinvestment Act " de 1977 requérait que Freddie Mac et Fannie Mae garantissent les prêts hypothécaires accordés aux communautés pauvres. », cité par Rémi Pillet dans « Etats et marchés financiers » (CEDJ 2017).

La dette des ménages américains (encours en pourcentage du revenu disponible) est passée de 62% en 1975 à 127% en 2006.

(en trillions \$)

Evolution des réserves officielles mondiales (1945 - 2005)

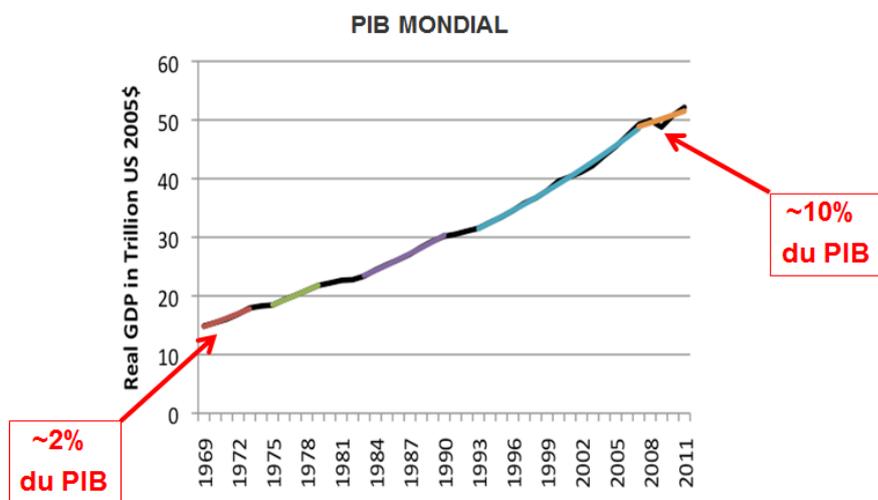
Diapo 1



- 1) Les réserves officielles ont décuplé depuis 1980 en termes nominaux
- 2) La part de la Chine, des pays émergents et du Japon explique à elle seule, l'évolution constatée

Evolution des réserves officielles mondiales en % du PIB

Diapo 2

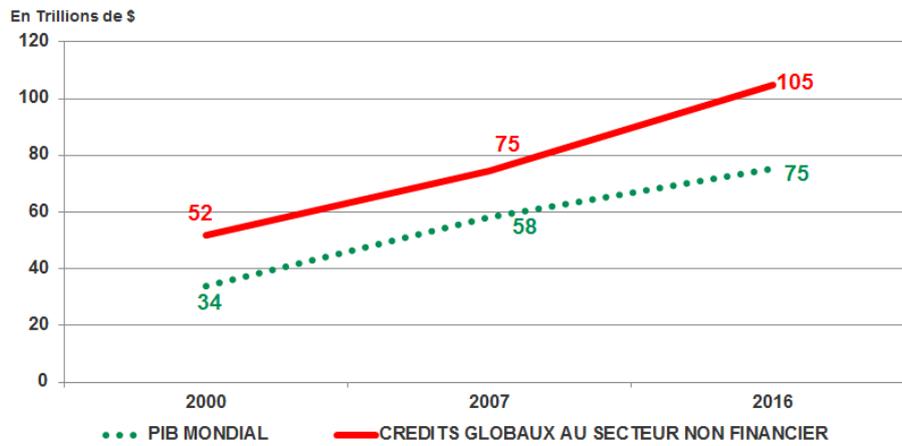


- En termes réels, les réserves officielles ont quintuplé en 35 ans

Source : ECB (Occasional Paper N° 43)

La croissance du crédit privé global a fortement augmenté depuis 15 ans

Diapo 3



- ✓ Les crédits globaux ont doublé en valeur de 2000 à 2016
- ✓ Par rapport aux réserves officielles, le crédit privé est entre 10-15 fois plus élevé
- ✓ Les encours de crédit sont devenus considérablement supérieurs au PIB mondial
- ✓ La croissance des crédits en termes réels a augmenté depuis 2007 de 30%

Source: IMF Statistics, BIS - Quarterly Review (June 2017)

4

*
* *

BIBLIOGRAPHIE

Texte sur la création massive de monnaie

Entretien Académique du 20 novembre 2017

- Banque des Règlements Internationaux (BRI-BIS) : Rapports annuels
- BIS : Quarterly Review September 2006 : « The changing composition of official reserves » par Philip D. Woolridge
- BIS working paper N° 377 : “Rapid credit growth and international credit. Challenges for Asia” par Stefan Avdjiev et alia Avril 2012
- BIS working paper N° 402 : “Understanding global liquidity” par Sandra Eickmeier et alia Février 2013
- BIS Quarterly review September 2015 : “Global credit and domestic credit loans” par Claude Borio et alia
- European Central Bank (ECB) : “The accumulation of foreign reserves”. Occasional paper N°43 Février 2006 par une International Relations Task Force
- Agnès Benassy-Quiré et Jean Pisani-Ferry : “Quel système Monétaire International pour une économie mondiale en mutation rapide ?” - Conseil d’Analyse Economique 2011
- Robert Pringle : « The Money Trap : Escaping the grip of Global Finance » Londres, Pelgrave-Macmillan 2012
- Michel Aglietta et Nathalie Valla : “Macroéconomie financière » Ellipos 1995
- Daniel Cohen et Pierre Awenezkyk : Economie et Statistique Année 1980 Volume 126
- Académie des Sciences Morales et Politiques : « Recréer un système monétaire international » par Michel Pébereau, Jean-Claude Trichet et Jacques de Larosière - 2 mars 2015
- Philippe Martin : « La globalisation financière » - Université de tous les savoirs 29 avril 2000
- Trésor-Eco : « La mondialisation financière affecte le processus d’ajustement extérieur des économies » N° 103 Juin 2012
- Rémy-Pillet : « Etats et Marchés financiers » LEDJ 2017
- Keynes Conference : King’s College Londres 8 octobre 2016 (voir contributions by Geoffrey Tily et Paul Davidson)
- Michel Lelart : « Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ? » Revue d’Economie Financière 2010
- Jacques Rueff : « Le lancinant problème de la balance des paiements » 1962 Payot
- Henri Bourguignat : « Le fait nouveau de l’endettement net des Etats-Unis » Revue d’économie 1988 Volume 1 et Revue d’Economie Politique 2003 Volume 113
- Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart : « This time is different : eight Centuries of Financial Folly »
- Lorenzo Bini-Smaghi : « Le dilemme de Triffin toujours d’actualité » : BCE 3 octobre 2011

QUANTITATIVE EASING OU POURQUOI LE BILAN DE LA FED NE DEVRAIT PAS RETROUVER SON FORMAT D'AVANT 2008 ?

Didier LAUNAY, *Vice-Président de XMP Entrepreneur et Président de E-NOV CAPITAL, Secrétaire Général du CILT.*

Le Quantitative Easing

La crise financière de 2007 - 2008, menaçant le monde développé de déflation, a entraîné la mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles (ou Quantitative Easing) par les Banques Centrales au Japon, aux Etats Unis, en Grande Bretagne puis en Europe (Zone Euro).

Le principe en est simple : au lieu de rechercher une croissance du bilan de la Banque centrale en ligne avec les besoins de l'économie sous-jacente, de sorte que cette dernière puisse disposer de liquidités suffisantes, la Banque Centrale achète d'importants montants de titres financiers, actifs à revenu fixe (obligations du secteur publique, et privé, des titres hypothécaires et des titrisations de créances) auprès des banques commerciales, et des actions cotées et les place à l'actif de son bilan qu'elle finance par émission de monnaie à son passif dans des proportions a priori bien supérieures à ce qui semblerait nécessaire à l'économie. L'objectif de cette opération étant de donner d'importants montants de liquidités aux banques dans l'espoir qu'elles les prêtent à l'économie réelle et par conséquent la soutiennent.

Ce mécanisme a aussi pour conséquence de « dévaloriser » la valeur de la monnaie et par conséquent de réduire fortement les taux d'intérêt puisque d'importants montants de liquidités cherchent à se placer.

Or les taux d'intérêt ne sont autres que le prix de la monnaie. Un prix très central dans le processus de formation de l'ensemble des prix de marché d'une économie capitaliste.

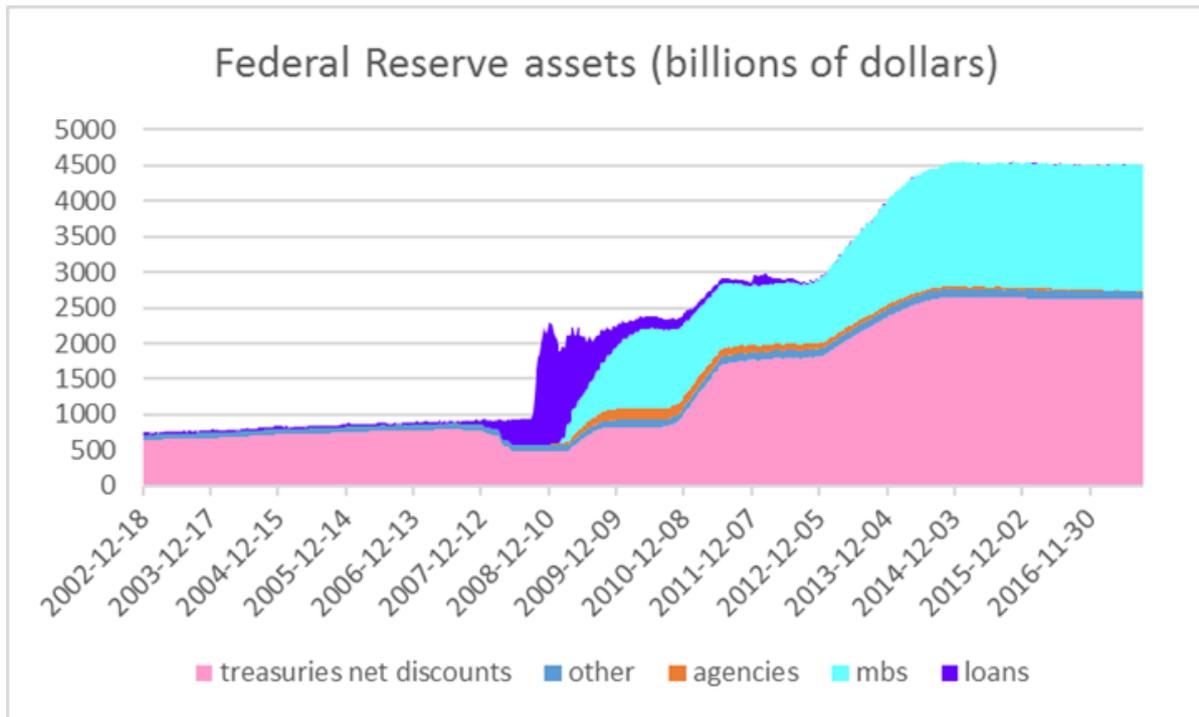
Ainsi, fausser le prix de la monnaie risque de fausser l'ensemble de la formation des prix et d'entraîner d'importantes distorsions dans l'allocation des ressources, la rendant sous-optimale.

Afin de garantir une bonne allocation des ressources, le Quantitative Easing s'il est mis en place ne devrait être que temporaire et les Banques centrales devraient reprendre les liquidités excédentaires circulant dans le marché, ce qui veut dire réduire le bilan de la banque et le ramener à des niveaux de pré crise.

Qu'en est-il dans le cas de la Réserve Fédérale des Etats-Unis (FED) ?

Le bilan de la FED est plutôt bien connu en ce qui concerne son actif qui a fortement cru par paliers entre 2007 et 2014 et reste stable depuis, cf. Graphique 1.

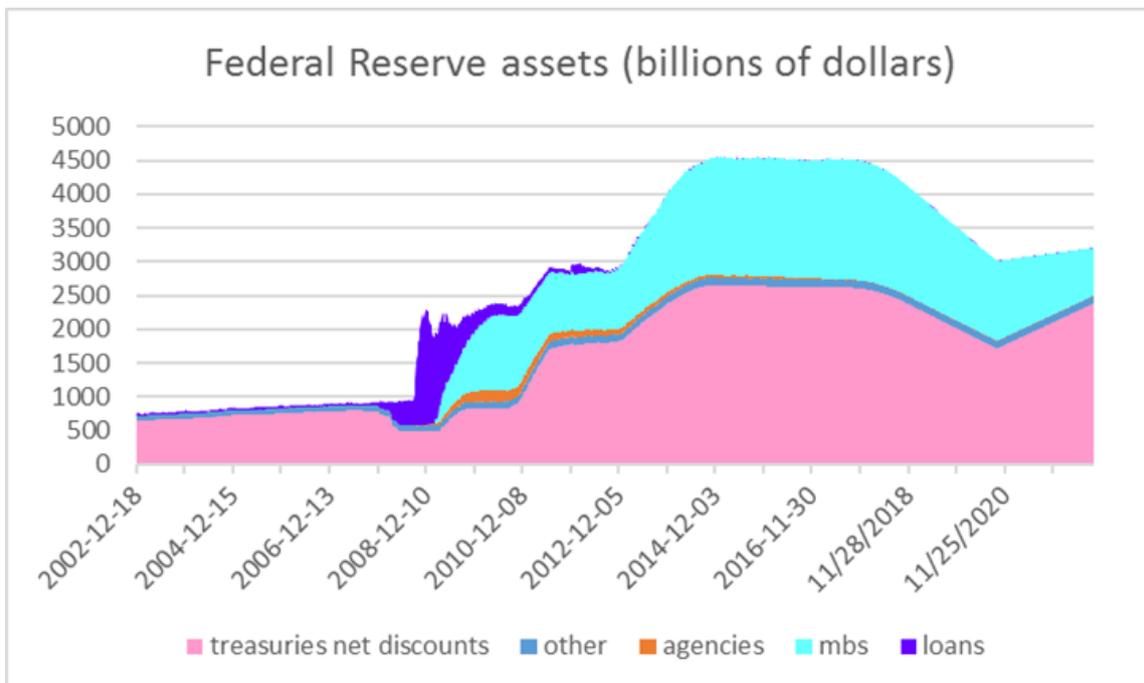
Graphique 1 : Actif du bilan de la FED (Origine des graphiques cf. note de fin de page)



La croissance semblant de retour aux Etats Unis, il semblerait logique que le bilan de la FED soit réduit par revente des titres à l'actif du bilan et stérilisation des liquidité obtenues en réduisant le passif à due concurrence. Les déclarations de la Présidence de la FED vont dans ce sens.

Si on fait cet exercice, on obtient bien une décroissance possible de l'actif en 2018 et 2019. Par contre, le bilan aura toutes chances de devoir croître à nouveau dès 2020 cf. graphique 2.

Graphique 2 : Projection de décroissance de l'actif du bilan de la FED

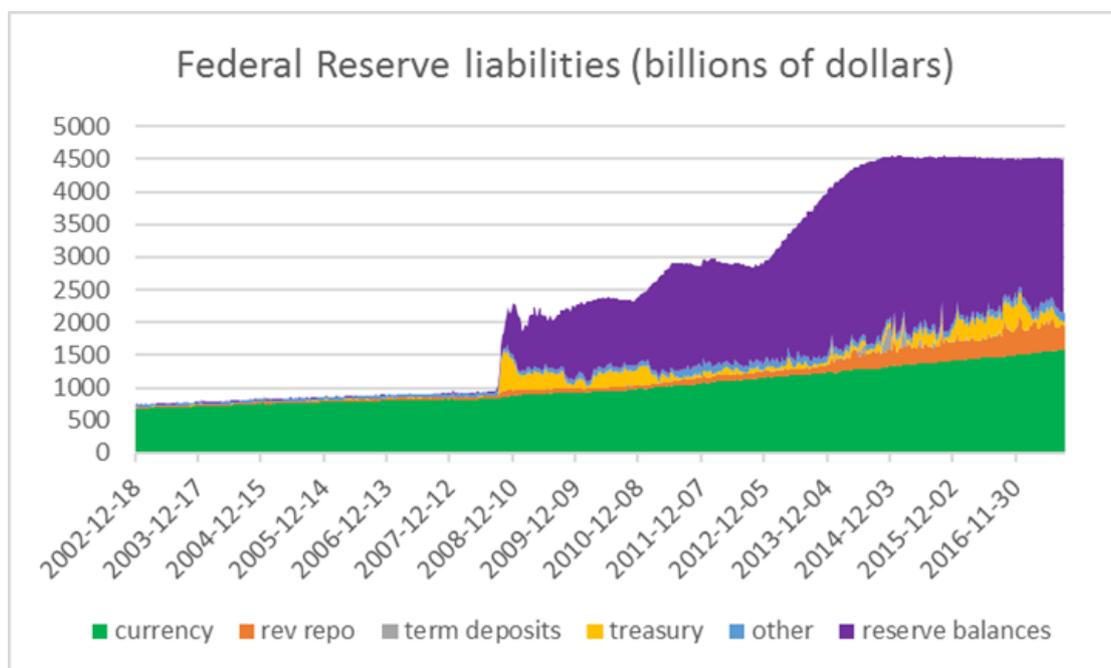


Pourquoi ce mouvement de croissance du bilan en 2020 ?

La FED n'a pas le contrôle complet de son passif.

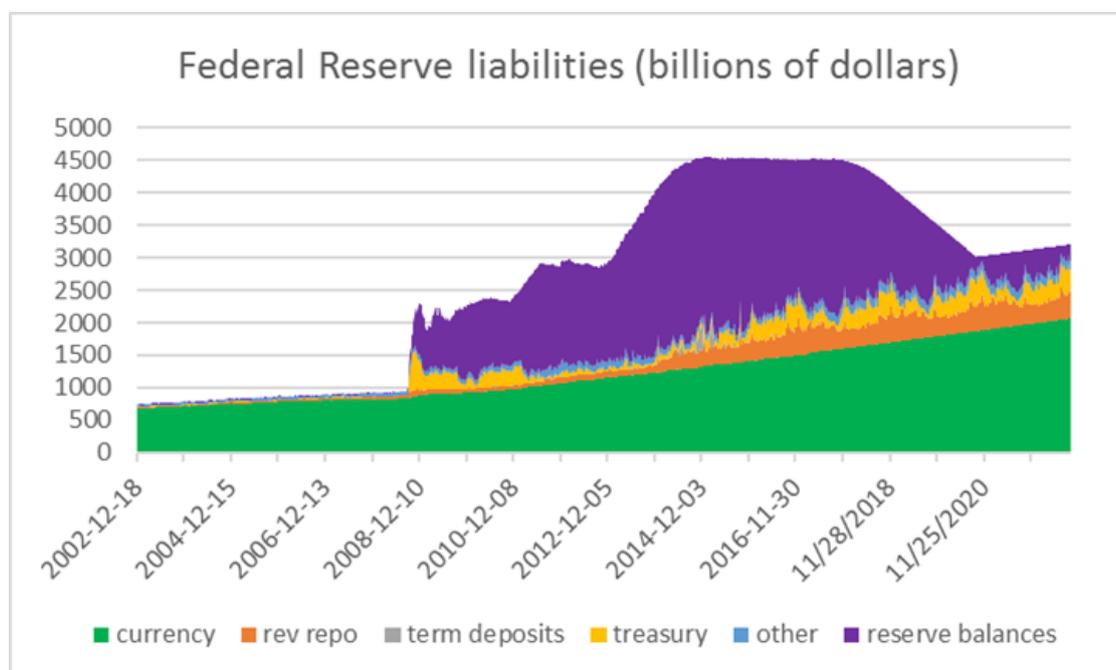
Le bilan de la FED côté passif comprend non seulement le poste « reserve balances » contrepartie du gonflement de l'actif par la mise en œuvre du Quantitative Easing, mais aussi un poste « currency » ou devises, en vert sur le Graphique 3 et qui ne cesse de croître.

Graphique 3 : Passif du bilan de la FED (historique)



Si on prend en considération une poursuite des tendances présentes, le poste « Devises » au passif du bilan poursuit sa croissance cf. Graphique 4.

Graphique 4 : Projection du bilan de la FED jusqu'en 2020



La raison en est simple : il est en grande partie la contrepartie du déficit de la balance des paiements des Etats Unis.

Si la balance des paiements reste déficitaire, le passif du bilan de la FED poursuivra sa croissance au-delà de 2020. Par contre, si la balance des paiements se rééquilibre, le bilan de la FED pourrait résorber le gonflement du bilan de la Banque et retrouver des allures de pré crise.

Toutefois, n'oublions pas que le déficit de la balance des paiements des Etats Unis soutient une partie de l'activité dans le reste du monde. Sa disparition pourrait également signifier des ralentissements hors des Etats Unis, par exemple en Chine.

En conclusion, le Bilan de la FED même s'il peut décroître entre 2018 et 2019, a de fortes chances de croître à nouveau à partir de 2020, et c'est peut être même souhaitable pour la stabilité de la reprise mondiale.

Note :

Origine des graphiques :

<http://econbrowser.com/archives/2017/09/the-great-unwind-begins>

Blog par James Hamilton, 20 septembre 2017 et Federal Reserve Bank pour les données historiques

Assurance retraite : la panne à long terme

Hugues GARROS, *Président de la Commission Technique Génération ERIC*

Les enquêtes annuelles de l'Association Française de l'Assurance nous livrent des enseignements pleins d'intérêt sur l'évolution de l'épargne retraite capitalisée en France au cours de la période 2006-2016. Bien que **le périmètre de ces études ne concerne que les contrats d'assurances distribués par les sociétés d'assurances** (activité affaires directes France) et non ceux des assureurs relevant du Code de la mutualité ou du Code de la sécurité sociale, elles sont significatives des tendances de fond.

L'épargne retraite analysée ici est collectée soit par le biais de contrats d'assurance souscrits par les employeurs, soit par des contrats d'assurances de particuliers (*) dédiés à la constitution d'un revenu supplémentaire de retraite.

1) Les versements annuels aux contrats d'assurance retraite ont représenté 12 milliards d'euros en 2016, soit 10% des 115 milliards d'euros de cotisations d'assurance vie

Première constatation : la progression de collecte annuelle sur la décennie 2006-2015 n'a été que de 16 %, passant de 9,7 milliards d'euros de collecte annuelle brute en 2006 à 11,2 milliards en 2015. Si l'on considère le contexte socio-économique, les difficultés des régimes en répartition et l'attrait de l'épargne par la partie de nos concitoyens bénéficiant des plus hauts revenus¹⁹, la croissance est faible, inférieure à celle du PIB en euros courants qui a été de 18 % sur la période.

Pour l'année 2016, les versements aux contrats d'assurance retraite (12,1 milliards d'euros) représentent moins de 10 % des cotisations d'assurance en cas de vie (115,3 milliards d'euros, source FFA).

Les séries statistiques montrent que la dynamique du marché depuis 2006 a été clairement à l'avantage des contrats de particuliers : PERP et assimilés mais aussi contrats Madelin souscrits dans un cadre professionnel par les travailleurs indépendants.

De 2006 à 2015, la collecte sur les contrats de particuliers a augmenté de 63 % tandis que celle des contrats d'entreprise a baissé de 10 %.

Toutefois, si le dynamisme de la collecte sur les PERP se confirme en 2016 (+7,3 % à 2,2 milliards d'euros), la collecte des contrats Madelin marque un coup d'arrêt (-0,1 %), celle des contrats Madelin Agricole est en net recul (-5%) et celle des autres contrats individuels (Préfon, Fonpel, CRH) s'effondre (-31%).

Ceci nous amène à un double constat : d'une part, les flux d'épargne qui se portent sur les contrats d'assurance retraite restent peu significatifs et, d'autre part, ils ne progressent plus dans le cadre professionnel, ni pour les salariés, ni pour les indépendants.

¹⁹ Rappelons que le taux d'épargne dans notre pays est inégalement réparti : à titre d'exemple, l'analyse des chiffres de l'INSEE montrent que les foyers fiscaux affichant un revenu fiscal d'au moins 50.000 euros vont bientôt concentrer plus de 50 % des encours de l'assurance-vie !

Il apparaîtra utile de poursuivre l'analyse des chiffres de la FFA en regroupant certains contrats d'entreprises et les contrats Madelin. Pour cet exercice, nous avons exclu du périmètre des contrats d'entreprises les contrats en sursalaire (article 82 du CGI) et les contrats d'indemnités de fin de carrière.

() Selon la définition de la FFA :*

Contrats d'entreprises : PER entreprises (Article 83), contrats à prestations définies (Article 39), contrats en sursalaire (Article 82), contrats IFC

Contrats de particuliers : contrats de retraite Madelin, agricole et non agricole, Perp et assimilés (Préfon, Fonpel, CRH...)

2) L'épargne retraite professionnelle : des flux d'épargne très insuffisants pour couvrir les besoins futurs liés au vieillissement

Les cotisations de l'épargne retraite professionnelle (PER Entreprises article 83, Prestations définies article 39 Madelin non agricole, Madelin agricole) s'établissent à 6,8 milliards d'euros en 2016 (chiffre retraité hors une opération exceptionnelle sur un seul contrat A39 de 900 millions d'euros).

Les cotisations aux contrats de retraite supplémentaire d'entreprise (prestations définies – Article 39- et cotisations définies – PER Article 83) s'élèvent à 3,9 milliards d'euros en 2016

La collecte sur les contrats à prestations définies a légèrement baissé en 2016, proche de 1,5 milliards d'euros alors qu'elle était encore de 2 milliards en 2013 et en moyenne de 3,5 milliards d'euros de 2006 à 2009.

Et encore, est-il probable que ces chiffres reflètent mal la désaffection des entreprises pour les régimes à droits aléatoires. Dans un contexte de baisse continue des taux d'actualisation, qui ont touché un point bas de 0,25 % en 2016, la dette sociale des employeurs a fortement et mécaniquement gonflé, ce qui a naturellement incité nombre d'entre elles à accroître leurs provisions et par conséquent leurs versements aux contrats.

Les contrats à cotisations définies ont vu leurs cotisations progresser de 5 % en 2016 contre 6 % l'année précédente et atteindre 2,38 milliards d'euros, dont 163 millions d'euros proviennent de versements individuels facultatifs (VIF).

Les contrats Madelin se maintiennent, avec 2,7 milliards de collecte brute, à un niveau supérieur à celui des contrats PER entreprises, phénomène observé depuis 2011.

Le dispositif Madelin crée en 1994, semble atteindre un palier. Plus de la moitié des indépendants non agricoles adhèrent à un dispositif Madelin mais le versement moyen des adhérents, 21 ans après la création, n'a été que de 2 510 €.

Seuls 11 % des 1 083 000 adhérents en activité ont versé 5 000 € et plus en 2015 et 42 % ont versé moins de 500 €.

Le contrat Madelin agricole diminue de - 5% à 242 millions d'euros en 2016, et représente moins de 10 % de l'encaissement Madelin non agricole.

Les flux de l'épargne retraite professionnelle restent donc très insuffisants pour couvrir les besoins de retraite supplémentaire des travailleurs du secteur privé, salariés ou indépendants, à l'horizon d'une dizaine d'années (on se reportera aux récents rapports du Comité d'Orientation des Retraites à ce sujet).

Rappelons qu'il faut avoir épargné environ 150 000 € pour constituer une pension mensuelle de 500 € de pension mensuelle servie à compter de 62 ans.

(*) données FFA pour les contrats Madelin TNS non agricole

Cotisations annuelles de l'épargne retraite individuelle, en millions d'euros	2013	2014	2015	2016
PERP	1 539	1 815	2 075	2 226
Contrats assimilés (Préfon, Fonpel, CRH)	n.d.	n.d.	724	501

Cotisations annuelles de l'épargne retraite professionnelle, en millions d'euros	2013	2014	2015	2016
PER (article 83 du CGI)	2 249	2 313	2 270	2 374
Prestations définies (article 39 du CGI)	1 976	1 647	1 557	2 369 (1 469 hors exceptionnel)
Madelin Agricole	288	263	254	242
Madelin TNS non agricole	2 803	2 594	2 701	2 698
Total des cotisations annuelles pour l'épargne retraite professionnelle	7 316	6 817	782	6 783

3) Les prestations de l'assurance retraite représentent moins de 2% des prestations versées au titre des régimes obligatoires de retraite

En regard des prestations versées par les régimes obligatoires, de base et complémentaire, qui sont de l'ordre de 303 milliards d'euros en 2015, **les prestations versées par les régimes d'épargne retraite capitalisée insignifiants, à 5,7 milliards d'euros** (source FFA pour 2015, tous organismes d'assurances confondus plus gestionnaires de PERCO) et ne représentent que 1,9 % de l'ensemble.

Pour 2016, les rentes versées par les contrats d'épargne retraite d'entreprise sont estimées à 3,0 milliards d'euros, à 382 millions pour les contrats Madelin et 100 millions d'euros pour les Madelin Agricole.

On notera pour les contrats Madelin que les prestations versées en phase de constitution (rachats, transferts, décès...) représentent près de 70 % des prestations versées et qu'une part non négligeable des rentes (22%) est versée en une seule fois en raison du faible niveau de l'épargne constituée.

La rente annuelle moyenne versée par les sociétés d'assurances aux bénéficiaires de contrats de retraite Madelin a été de 2 360 € en 2014 (2610 € en 2015), soit moins de 200 € par mois, pour un le niveau de retraite moyen mensuel des commerçants artisans estimé la même année à 1 060 €.

Une comparaison internationale de la répartition du futur revenu de retraite (estimé par l'OCDE pour des personnes aujourd'hui âgées de 35 à 64 ans) illustre la faiblesse de la part réservée à la capitalisation en France.

	Répartition ou autres	Capitalisation
Chili	54	46
Etats Unis	64	36
France	95	5
Norvège	78	24
Pays-Bas	57	43
Royaume Uni	63	37

Source OCDE

L'examen de la collecte nette (cotisations encaissées – prestations versées) nous apporte un éclairage sur la maturité des différents dispositifs.

Ces deux derniers exercices, en 2015 et en 2016, la collecte nette des contrats d'entreprise (prestations définies – Article 39 - et cotisations définies Article 83) a été négative de 141 millions d'euros.

Les PER entreprises (A83) présentent un ratio prestations/cotisations de 77%, en 2015, déjà en augmentation de 5 points sur l'année 2014, et de 80 % en 2016. Ceci indique que le produit entre en phase de maturité malgré l'apport des versements individuels facultatifs.

Le ratio des contrats à prestations définies poursuit sa dégradation et atteint 144% en 2016, signe d'un dispositif en fin de vie.

En 2015, les prestations versées sur les contrats Madelin ont été de 1,1 milliards d'euros pour un flux de cotisations 2,7 milliards, soit une collecte nette positive de l'ordre de 1,6 milliards.

On compte à cette date environ 100 000 contrats Madelin en phase de liquidation (retraités) pour plus d'un million en phase de constitution (actifs). Le dispositif Madelin devrait encore monter en charge.

4) De maigres provisions, investies majoritairement en dette publique, faiblement revalorisées

Les provisions mathématiques des retraites supplémentaires d'entreprise (A39 et A83), s'élèvent à **95,7 milliards d'euros fin 2016, représentent moins de 6 % des provisions mathématiques de l'assurance vie et sont investies à 77 % en fonds euros.**

Les PER entreprises (Article 83) représentent 54,3 milliards de provisions (+4%) les contrats à prestations définies 41,4 milliards (+6%) et les contrats Madelin 33,7 milliards d'euros (+4 %).

Les provisions mathématiques des contrats Madelin en phase de constitution s'élèvent à 27 milliards d'euros et sont investies à 78 % en fonds en euros. L'encours moyen par assuré est de 23 100 € à la fin 2014 et de 45 600 € pour les adhérents de 60 ans et plus.

Au total, le marché de l'épargne retraite professionnelle présente une provision mathématique globale de 132 milliards d'euros, dont une partie significative est affectée aux rentes en cours de service (13 % pour les contrats Madelin, certainement beaucoup plus pour les contrats d'entreprise).

Cette épargne de 132 milliards d'euros, égale à 8 % des encours totaux de l'assurance vie fin 2015 (1 585 milliards d'euros), est investie pour près de 80 % en fonds en euros, constitués pour une part majoritaire de produits de taux, d'Etat ou assimilés. On connaît les difficultés de la revalorisation de ces provisions en période de taux obligataires durablement bas.

Quelle épargne retraite pour les jeunes générations ?

Les chiffres de l'épargne retraite sur la période de 2006 à 2015 confirment le déséquilibre persistant du couple répartition/capitalisation, **la faible attractivité de l'épargne retraite professionnelle, l'inadéquation des réserves constituées face aux besoins des jeunes générations.**

Un constat sans appel qui milite pour la mise en place d'une épargne retraite professionnelle pour tous, gérée en capitalisation et susceptible de renforcer les régimes par répartition. **Pour cela, il est difficile d'imaginer d'autre solution que celle d'un dispositif jouissant d'une grande stabilité juridique et fiscale, universel pour toute forme d'emploi et de carrière, obligatoirement financé par l'employeur.**

Quels enseignements politiques peut-on tirer du tableau de l'épargne retraite en France sur la période 2006-2016 ?

Depuis le début des années 2000, un large consensus existe dans le monde politique, chez les experts, et de manière plus intuitive dans le grand public, sur l'idée que l'épargne est un complément indispensable aux régimes de retraite par répartition.

A cet égard, la loi du 25 mars 1997, dite Loi Thomas, créant les Plans d'Epargne retraite, apparaît à 20 ans d'intervalle comme un chant du cygne des décisions politiques majeures en la matière. On sait que cette loi votée par le Parlement n'a jamais reçu ses décrets d'application pour raison de dissolution de l'Assemblée nationale.

Depuis 20 ans, exceptés quelques ersatz de réforme touchant l'épargne financière, notamment la création du PERCO, et le raccommodage fiscal et social des régimes supplémentaires de retraite, rien n'a été fait pour favoriser l'épargne à long terme.

On peut même avancer que, sur fond de querelles « idéologiques » et de concurrence, beaucoup a été fait pour que la France ne dispose pas du puissant outil de financement de l'économie et de protection sociale dont elle a pourtant un besoin impératif. Le PERCO, souvent présenté comme la solution de complément de retraite, ne peut être cet outil du fait du caractère aléatoire de ses versements et d'une diffusion limitée en fait aux grandes entreprises et aux ETI.

Or les besoins sont immenses : déploiement de l'économie numérique, transition énergétique, dépenses d'infrastructure, prise en charge des générations du baby-boom, pour ne citer que ceux déjà parfaitement identifiés. Au bas mot, plusieurs centaines de milliards par an (PIB 2016= 2 229 milliards d'euros, budget de l'Etat 2017 = 322 milliards d'euros de dépenses, dépenses de protection sociale 2014 = 690 milliards d'euros). Sans parler du blitzkrieg financier²⁰ que mènent certains pays pour éliminer toute concurrence mondiale dans le digital.

L'endettement public et les transferts intergénérationnels, par l'impôt ou les charges sociales, ont été poussés au maximum et il serait déraisonnable de miser uniquement sur une forte croissance de l'économie et de la productivité pour répondre aux besoins futurs

Ni les incitations fiscales (qui pénalisent en réalité les jeunes générations du fait des déficits publics et de la dette de l'Etat), ni la dérivation de l'assurance-vie individuelle ne sont suffisants pour développer l'épargne à long terme comme le montrent le peu de succès toutes les tentatives de cette nature (PEP, PERP, Eurocroissance...) ; de plus, si l'épargne à long terme dépend de choix et de possibilités individuelles, elle

²⁰ cf. La dimension financière de l'uberisation : <http://www.oezratty.net/wordpress/2015/dimension-financiere-uberisation/>

ne peut soulager les besoins sociaux du plus grand nombre, et ne constituent donc pas une réponse politique adaptée.

Car les chiffres sont clairs : les flux annuels d'épargne à long terme (c'est-à-dire en vue de la retraite) atteignent à peine 10 % des flux de l'assurance-vie, 12 milliards contre 115 milliards. Ses encours, dans le périmètre le plus large, atteignent 160 milliards d'euros contre 1 600 milliards pour l'assurance-vie.

Au rythme actuel, c'est à l'horizon de deux générations (2050-2060) que ceux-ci atteindraient un montant significatif mais probablement très insuffisant pour répondre aux besoins de financement de l'économie et, de toute façon, parfaitement inadapté à la couverture des besoins sociaux du plus grand nombre.

Alors que faire si continuer dans la voie actuelle n'est pas une solution ?

Nous proposons la mise en place dans le cadre professionnel d'un dispositif universel à adhésion obligatoire, comme le sont les régimes de base et complémentaires. Les principes de ce dispositif sont simples : créer, dans un cadre collectif, un compte-épargne individuel, portable tout au long de la vie active, alimenté par les employeurs successifs sous forme de rémunération différée.

Les responsables politiques, en recherche de solutions d'avenir, seraient bien inspirés de reprendre la réflexion sur l'épargne longue et de la mener à bien, 20 ans après la défunte Loi Thomas.

Prendre conscience des chiffres et des raisons structurelles de la faiblesse de l'épargne longue, avoir le courage politique de mettre rapidement la question de l'épargne retraite à l'ordre du jour, comme l'ont fait de nombreux pays européens, sont les deux fortes préconisations que nous formulons à leur intention.

Achévé de rédigé le 15 décembre 2017

Place et Rôle des Investisseurs de Long Terme

Dans le cadre de ses manifestations régulières, le Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières avec deux de ses groupes de travail : « Investir à Long Terme dans l'Économie » et « Recherches Académiques et Partenariats » a organisé, à la Caisse des Dépôts, un séminaire sur : « Place et rôle des Investisseurs de long Terme » regroupant une soixantaine d'experts de haut niveau : universitaires, grands investisseurs, régulateurs... afin d'étudier les forces et les faiblesses de ces acteurs français susceptibles d'assurer, de façon autonome, les financements de long terme indispensables à notre économie.

Ce séminaire, occasion d'enrichir notre partenariat avec la Caisse des Dépôts par des initiatives concrètes, retenait un double objectif :

- Recenser et faire connaître les différents acteurs français, institutionnels et entreprises, susceptibles d'assurer des financements de long terme pérennes.
- Analyser les raisons de leurs trop faibles moyens et esquisser les pistes d'évolutions possibles des cadres légaux, réglementaires et comptables qui permettraient d'avancer vers un déploiement plus significatif et plus efficace de leur rôle et de leurs possibilités d'investir.

Globalement la France compte peu d'acteurs et ceux-ci disposent de moins de moyens que ceux de la plupart des autres pays développés. Il nous est apparu qu'il était urgent et vital d'en faire un constat objectif et précis et d'étudier les voies d'un redéploiement.

L'accueil de Mme Isabelle LAUDIER, Responsable de l'Institut CDC pour la recherche et l'ouverture de séance de M. Laurent ZYLBERBERG, Directeur des Relations Institutionnelles Internationales à la Caisse des Dépôts, ainsi que la présentation de M. Michel AGLIETTA, Professeur émérite à Paris X et Conseiller au CEPPII, ont d'entrée de jeu souligné l'importance du rôle dans l'économie mais aussi dans la société de ces entreprises et institutions dont les engagements de passifs contractuels sont longs voire très longs et dont les horizons sont souvent au-delà des cycles financiers, ce qui leur donne des impératifs clairs d'efficience, de diversification et de responsabilité.

La première table ronde animée par Jean-Pierre MAUREAU, Président du CILT et organisateur du séminaire, regroupait un large panel d'investisseurs de long terme français représentatifs. M. Bernard DESCREUX, Directeur de la Division Gestion des Actifs EDF, donne la définition des investisseurs de long terme, élaborée notamment par EDF pour répondre à la Commission Européenne qui la réclamait, et adoptée par le CILT :

« Investisseur pour compte propre, en application d'une obligation juridique de constituer un portefeuille d'actifs financiers et/ou réels affectés au financement d'engagements sur une très longue période (10 ans et plus) et dont la part exigible à court terme est faible par rapport à leur montant total. Le portefeuille de ces investisseurs est géré dans le cadre d'une allocation stratégique de long terme et selon des modalités propres à cet horizon. »

Il souligne les effets pervers de la future norme IFRS 9 qui, ne considérant pas ces spécificités, ramène tout à des horizons d'un an et qui incite davantage à investir à court terme qu'à long terme. Ils sont, en fait, préjudiciables à la bonne constitution des couvertures d'engagements de plusieurs milliards d'euros, prévues par la loi pour provisionner le démantèlement futur des centrales nucléaires et le stockage des déchets.

Malgré ces difficultés, le terme « d'investisseur de long terme » commence à être connu, il concerne plusieurs autres industriels en France et en Europe.

M. Philippe GOUBEAULT, Directeur Financier AGIRC ARRCO, rappelle le fonctionnement des régimes complémentaires obligatoires du privé qui gère un flux annuel d'allocations de 75 milliards d'euros, ne génère pas de dette et qui, malgré d'importants prélèvements sur ses réserves, détient encore 64 milliards d'euros de réserves maintenant constituées en deux strates. La répartition donne une certaine visibilité sur la mobilisation des fonds. Une strate d'environ 10 milliards est, pour des raisons techniques, gérée avec un horizon court de deux ans. Une autre strate, la principale, est gérée dans une optique de moyen long terme et constitue, compte tenu des projections démographiques, un des éléments indispensables à l'équilibre pluri annuel des régimes. L'allocation stratégique vise une diversification 30% d'actions, 70% taux et les administrateurs sont attentifs au financement de l'économie française mais aussi à une diversification internationale suffisante.

M. Henri CHAFFIOTTE, Directeur Général de la CARMF, Caisse Autonome de Retraites des Médecins Français, présente les règles d'investissement des caisses obligatoires dépendant du Code de la Sécurité Sociale : la MSA, les travailleurs indépendants, commerçants et artisans gérés par le RSI et le groupe des professions libérales. Ces caisses regroupent 250 000 cotisants et, dans les régimes complémentaires (par répartition), ont 50 milliards de réserves constituées pour couvrir les déficits techniques futurs. La CARMF a, par exemple, un passif assez long de 15 à 20 ans et, compte tenu de la bonne connaissance de son passif, a gardé en 2016 60% de son allocation en actifs réels avec 44,7% d'actions et 19% d'immobilier. Toutefois un décret signé le 9 mai 2017 restreint considérablement ces possibilités, contraint à revoir l'allocation d'actifs au détriment des actifs réels et conduira mécaniquement à augmenter la cotisation d'environ 8%.

M. Paul LE BIHAN, Directeur Général de l'UMR, qui gère de la retraite supplémentaire par capitalisation pour 400 000 adhérents avec 10 milliards d'actifs sous gestion destinés à servir des rentes viagères, dénonce l'addiction française pour la liquidité permanente encouragée fiscalement et souligne l'importance qu'il y aurait pour l'économie à développer de la retraite individuelle supplémentaire. Celle-ci s'inscrit dans la durée avec des phases de cotisation et des phases de versement, longues. Il s'inquiète aussi du développement parfois excessif par les assureurs du « tout unité de compte » difficile à gérer par des investisseurs souvent peu formés et peu aptes à constituer un portefeuille équilibré. La mutualisation des investissements permet à des investisseurs, même modestes, des placements équilibrés. Avec des engagements de passifs supérieurs en moyenne à 12 ans, l'UMR est en capacité de conserver des lignes actions même en cas de choc de marché, elle bénéficie encore de mesures dérogatoires et transitoires qui permettent de maintenir la part actions à 25%. La mise en place de Solvabilité II réduirait cette faculté si sa révision en 2021 ne faisait pas espérer une meilleure prise en compte des branches longues.

Mme Virginie LE MÉE, Directeur des risques, du contrôle permanent à la MACIF, rappelle que les mutuelles d'assurance au sens assurantiel relèvent du Code des Assurances et de Solvabilité II et que si pour elles, jusqu'à il y a peu, c'est essentiellement le risque de passif qui était focalisé, c'est aujourd'hui le risque de marché qui devient au centre. Il représente, en fonction des profils d'activités, entre 70 et 80 pour cent du besoin en capital. L'allocation d'actifs est fortement affectée. Depuis une dizaine d'années pour l'ensemble des assureurs, la part action est passée d'environ 20% à près de 4 à 7% selon les activités.

Mme Mireille AUBRY, Direction Contrôle des Risques – COVEA, complète en indiquant que les mutuelles, compte tenu de leurs fonds propres, souvent très importants, peuvent avoir dans leurs branches ayant des engagements de passif long des parts actions plus importantes.

M. Jean-Pierre MAUREAU, Président du CILT, donne l'exemple du Fonds de Garantie pour l'Indemnisation des Victimes du Terrorisme, autre acteur français ayant des engagements de passifs très longs pouvant aller de 45 à 70 ans.

Mme Catherine VIALONGA, Directeur ERAFP, constate que son groupe coche toutes les cases du long terme ; la durée de passif est de l'ordre de 18 ans, établissement public, il a une base très large d'affiliés (4,5 millions) et les gênes d'un investisseur responsable avec 27,4 milliards d'actifs sous gestion dont 30% sont investis en actions et 8% en immobilier. L'ERAFP a une réglementation qui lui

est propre, affranchie de contraintes comme celle des IFRS et de Solvabilité II, elle évolue progressivement pour s'ouvrir, après l'immobilier, aux fonds de Private Equity et d'infrastructures.

M. Vincent DELSART, Directeur des Investissements et de la Comptabilité à la Caisse des Dépôts, indique que l'IRCANTEC dispose de sa propre réglementation, adoptée pour le conseil d'administration et sa gestion administrative, comptable et financières, est assurée par la Caisse des Dépôts. La phase d'accumulation de réserves devrait se poursuivre sur les 20 prochaines années avant d'être consommée vers 2050, selon les projections actuelles. Les réserves sont à 38% en actions, 21% en crédit, 22% en taux souverains, 15% en souverains indexés et environ 5% de non coté immobilier. A la suite d'une nouvelle allocation d'actifs stratégiques la part d'actions et d'indexés devrait augmenter.

M. Yves CHEVALIER, Membre du Directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites, rappelle qu'une allocation stratégique de long terme, comme l'évoquait le Professeur AGLIETTA, peut se déformer dans le temps pour épouser les évolutions de marché et certains risques de long terme. Le FRR a, depuis janvier 2011 un passif, il doit payer annuellement 2,1 milliards d'euros à la CADES, Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale, qui est sensée éteindre la dette sociale à l'horizon 2024. Il doit par ailleurs restituer 3 milliards à la CNAV à compter de 2020. Avec un ratio de financement de 170%, la gestion en janvier 2011 a été organisée avec une poche de couverture de 62% des 37 milliards et une poche de performance de 38% plus diversifiée (75 à 80% d'actions). Avec la baisse des taux et les valorisations obligataires par arbitrage, dans ce fonds fermé sans recettes, la poche de performance est passée de 38% à 55% du portefeuille avec une approche prudentielle pour une part optionnelle à laquelle s'est appliqué des processus de gestion décarbonnés et s'est élargie aux prêts à l'économie et au nom coté.

Lançant deuxième table ronde M. Gérard de LA MARTINIÈRE, Président de la Task Force, remarque que la première table ronde a apporté une bonne nouvelle : il existe des investisseurs de long terme en France. En revanche si l'on fait mentalement le décompte des chiffres avancés, on s'aperçoit qu'ils sont peu nombreux et que leurs réserves cumulées sont peu en rapport avec les besoins d'investissement à long terme qui se chiffre en centaines de milliards d'euros. De plus les environnements réglementaires disparates et antagonistes constituent des obstacles. Comment faire passer des messages pour favoriser les investisseurs de long terme aux hautes autorités internationales déterminantes dans la matière.

M. Jean-François BOULIER, Professeur Associé à l'ISFA, propose de faire passer trois convictions :

- 1) Gérer à long terme est efficace pour financer l'économie mais surtout pour ceux pour lesquels on gère : épargnants, retraités, ayant droit. Il y a un vrai travail pour améliorer la culture financière des politiques, les régulateurs. Pourquoi faire des reportings tous les mois alors qu'on détient les passifs plusieurs années ? Le risque long n'est pas bien représenté par la variabilité à court terme.
- 2) Avoir une bonne compréhension du passif. Les épargnants n'ont pas de passif mais des envies, des obligations, des besoins de long terme qu'ils devraient mieux modéliser. A L'AFER, la durée de détention moyenne est de 18 ans.
- 3) Mieux saisir le futur en étant attentif à la démographie, aux risques que peuvent faire encourir les Banques Centrales avec la très forte augmentation de la masse monétaire mais aussi la faible liquidité de nombreuses classes d'actifs.
- 4) Il forme ensuite le souhait que la grande diversité des personnes présentes qui crée finalement une communauté d'intérêts forte, puisse être entendue.

M. Patrick de CAMBOURG, Président de l'Autorité des Normes Comptables et ancien patron d'un grand cabinet d'audit français et international, rappelle la genèse des IFRS, des IFRS 17 (sorties le jour même de notre réunion) et de leur connexion avec les IFRS 9. L'IFRS 9 dont l'application sera différée pour les Assureurs à la suite des remarques de l'EFRAG et de l'A.N.C. Le provisionnement des risques sur les

instruments de crédit classique est peu élaboré et n'a pas de support conceptuel puisqu'il prend les risques à 12 mois. Mais plus largement, s'il y a eu gain de cause temporairement sur l'assurance, beaucoup de questions ne sont pas réglées et l'EFRAG, à la suite de remarques relevées par la Commission et par le Parlement Européen, demande de retravailler sur le sujet, et, notamment avancer sur les traitements en Fair Value qui entraînent une forte volatilité dans les comptes de résultats ainsi que sur les classements en OCI qui ne donnent plus le droit de recycler les résultats. Plusieurs questions se posent tant sur la mesure quantitative de ces mesures sur le portefeuilles long terme que sur les effets possibles sur le management et la façon de gérer ce portefeuilles, mais aussi sur un modèle de dépréciation qui justifierait un recyclage de ce qui est parqué dans l'OCI dans le compte de résultat. Ces questions sont d'autant plus importantes que la volatilité peut-être d'autant plus grande lorsque l'on n'est pas ou que l'on n'est plus sur les marchés liquides. Il y a beaucoup d'étapes à venir.

Recteur Gérard François DUMONT, Professeur à l'Université Paris-IV, Président de la revue Population et Avenir, par de nombreux exemples, démontre que la bonne connaissance des habitants, de leur territoire, de leurs besoins de transports, d'énergie, de technologie de l'information et de la communication ainsi que celle des enchaînements longs de la démographie sont déterminantes pour réfléchir au long terme. Il mesure avec de nombreux exemples que des tendances lourdes, souvent fausses, et des ruptures courtes peuvent avoir des effets relativement longs. Au-delà des projections démographiques et de leur incidence sur l'épargne et la retraite, la bonne connaissance des habitants et de l'évolution de leur mode de vie et de leurs besoins sert nécessairement d'appui pour les investisseurs de long terme.

Bertrand BADRÉ, Président de Blue like An Orange Capital, ancien Directeur Général de la Banque Mondiale mesure le gap de culture et de compréhension entre les investisseurs institutionnels (qui ont le long terme dans leurs cahiers des charges) et les sphères publiques dont les discours ne se toujours pas alignés. De plus ces dernières opèrent souvent des triples comptages de leurs engagements sur le climat, la pauvreté, la santé. Entre les 100 000 milliards estimés comme nécessaires et les 100 milliards par an signés par les États riches en faveur des États pauvres sur le climat notamment, il n'y a que des « Billions » en face de programmes chiffrés en « Trillions » il faut mobiliser énormément plus de ressources.

Le monde d'avant la crise de 2008 était dominé par le système bancaire, celui d'après la crise est dominé par le capital notamment celui des investisseurs institutionnels. On a « réparé les banques » mais on n'a pas vraiment adapté le système. Comment peut-on financer harmonieusement nos économies, trouver des complémentarités Public/Privé ?

Nicolas FIRZLI, Directeur Général du World Pension Council illustre la forte diversification des actifs de nombreux investisseurs de long terme étrangers. Le Fonds des enseignants du Public de l'Ontario (OTTP) qui gère 90 milliards de dollars est investi à près de 50% en actifs non cotés (19% en infrastructures). Au Canada, il s'inscrit à côté du régime de base fédéral canadien qui gère 300 milliards de dollars pour une population égale à la moitié de celle de la France (complété par un deuxième et un troisième pilier). Ses réserves sont à 40% en actifs non cotés et les infrastructures représentant 8 à 9% de cette diversification qui a commencé très tôt. Le coût de ces gestions est relativement élevé, mais le rendement net annualisé moyen de ces dernières années est proche de 8%.

En France, le concept d'attractivité économique, en grande partie inventé par les géographes et les économistes français du début du 20ème siècle, a permis de doter le pays d'infrastructures - TGV, autoroutes, routes, aéroports de grande qualité - sans pour autant que les grands investisseurs internationaux le considèrent comme attractif, alors que le Luxembourg voisin mal équipé est très

apprécié, car considéré plus stable et moins risqué. Les caisses de retraites italiennes mais aussi britanniques, qui avaient investi dans le système de péage routier pour les camions, n'ont pas apprécié que l'État Français revienne sur sa signature et cela a donné un signal désastreux pour de très nombreux autres fonds de pension. Par ailleurs, la France, malgré ses qualités, apparaît comme un très petit pays sur le plan financier, lorsque l'on considère le montant particulièrement faible des réserves de ses caisses de retraites.

Les pays qui ont une très grande surface financière et une forte capacité d'action ont investi très tôt dans le capital investissement, le capital-risque et les infrastructures. Ils se sont, en grande partie, inspirés d'un ingénieur français des années 30 : devenu officier de l'armée américaine à la seconde guerre mondiale, le Colonel Georges DORIOT avait levé des fonds auprès du Pentagone et investi pour financer des PME dans les télécoms et la haute technologie dans ce qui est devenu la Silicon Valley ; il fonda également l'INSEAD.

Last but not the least, Madame Stéphanie PAYET, Analyste au Département Retraite de l'OCDE, démontre la diversité des systèmes, en dressant les grandes lignes d'une importante étude que l'OCDE finalise sur les régimes fiscaux associés aux systèmes de retraites et d'épargne retraite par capitalisation dans ses différents pays membres. Le traitement fiscal conduit-il les individus à cotiser dans ces fonds, si oui, pourquoi et comment ? La fiscalité de l'épargne retraite, très différente au sein des différents pays de l'OCDE, l'illustre clairement.

Si l'on étudie la fiscalité, on considère en fait trois flux : les cotisations, les rendements, les prestations payées ; cela donne un système, et cela est vrai dans l'Union Européenne que l'on nomme avec trois lettres E.E.T., le système dominant est en effet, E (exonéré) : les cotisations sont déductibles, E : les rendements sont exonérés d'impôts, T (taxé) : les prestations servies font parties du revenu imposable. Il y a toutefois des différences notables, par exemple le Danemark et la Suède taxent les retours sur investissement à un niveau inférieur à celui des revenus imposables. En Bulgarie ou en République Slovaque, le système obligatoire ne taxe aucun flux c'est « E.E.E. ». En France, il y a une grande disparité fiscale selon les produits, ce serait EET avec l'article 39 ou 83 mais en incluant la CSG et CRDS, cela devient plutôt T.E.T. de plus, le distinguo entre les cotisations employé et/ou employeur est mal compris. L'État peut créer de la confusion pour les épargnants qui mesurent mal leurs possibilités d'optimisation fiscale.

Dans certains pays il y a une différence entre les niveaux de retenues, par exemple aux Pays Bas, si l'on gagne moins de 100 000 € et que l'on cotise dans un fonds de pension, ce sera du E.E.T et si l'on gagne plus de 100 000 €, ce sera du T.E.E. Par ailleurs, certains pays, comme la Belgique, ont fait le choix du crédit d'impôt, ce qui ne procure aucun avantage pour les personnes non assujetties.

Dans la majorité des pays les valorisations des investissements sont exemptées de taxes, toutefois, si le Danemark et la Suède, déjà évoqués, taxent à 15% d'une manière indifférenciée selon les actifs, l'Italie taxe en général à 20% sauf pour les bons et les obligations qui le sont à 12,5%. En Australie, cette taxe existe aussi, elle est fonction de la durée de l'investissement et en Nouvelle Zélande, elle est en fonction du niveau des revenus. En général, les quelques pays qui taxent les retours sur investissements le font chaque année au fil de la période d'accumulation, la Belgique taxe à 8% lorsque le membre atteint 60 ans (rien n'affectera les éventuelles cotisations ensuite), le Royaume Uni et l'Irlande taxent si le montant du capital dépasse un certain montant lors du départ à la retraite. Enfin plus généralement, l'étude souligne que la fiscalité des prestations ne peut être efficace que dans un cadre stable et lisible.

Pour conclure ce séminaire, nous retenons que pour financer l'économie les choix stratégiques doivent se faire très en amont et qu'ils s'accommodent mal de lourds carcans réglementaires et comptables. Ces dix dernières années, après les excès dogmatiques, il semble qu'un nouveau courant soit apparu en Europe Occidentale. S'il se développait avec des encouragements visibles, il serait à nouveau favorable aux investissements de long terme et au financement de l'économie.

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

PRESENTATION DU RAPPORT « FACILITER L'ACCES AU LOGEMENT DES AGENTS PUBLICS »
(Mission effectuée par Alain Dorison et Chantal Chambellan Le Levier)

Alain DORISON : *Président du groupe ISR de L'Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières*

Le rapport intitulé "Faciliter l'accès au logement des agents publics" a été demandé en juillet 2015 par Madame Marylise LE BRANCHU, alors Ministre de la Fonction Publique, en vue de procéder à un diagnostic de la demande et de **proposer des mesures destinées à promouvoir l'investissement dans des logements dits intermédiaires, destinés aux agents publics** (fonctionnaires et agents contractuels prioritairement mais non exclusivement de catégorie C et B) qui éprouvent le plus de difficultés à se loger dans les zones dans lesquelles le marché immobilier est tendu. Le logement dit social n'est pas traité par le rapport car ce rapport vise à augmenter la rentabilité et favoriser une nature de « placements socialement responsables » pour les investisseurs, ce qui n'est pas, par construction, l'objet du logement social.

Le rapport fut présenté officiellement aux 2 Ministres (Fonction Publique, Annick GIRARDIN et Logement, Emmanuelle COSSE), le 14 Juin 2016 en présence de Sénateurs, de Députés, de Directeurs d'Administration, d'Organisations syndicales, des Dirigeants des caisses de retraite complémentaire de la fonction Publique (ERAFP, IRCANTEC, PREFON...).

La mission, uniquement composée de deux personnes, qui s'est effectuée pendant 8 mois sur l'année 2015 et 2016, s'est attachée à rencontrer de nombreux responsables d'entités publiques et privées, ainsi que des élus (députés, sénateurs, maires...), des conseillers ministériels, des représentants des organisations syndicales, des institutions et des associations financières, des fédérations professionnelles, des autorités de tutelle et de contrôle... **La mission a ainsi rencontré plus de 250 personnes** de tous horizons et fait appel à l'expertise juridique de la Direction des affaires juridiques de Bercy pour valider certaines de ses propositions. **Le Président PEBEREAU notamment a apporté dès le lancement des travaux son fort et constant soutien.** La mission a également consulté plus de 60 ouvrages, études, rapports, publications diverses.

Des questions Parlementaires ont été posées en séance au Sénat et à l'Assemblée Nationale sur le suivi de ce rapport. Des courriers ont été adressés aux Ministres par les syndicats de la fonction publique, sans oublier les diverses interventions auprès de nombreux responsables. Le rapport part du constat de difficultés concrètes rencontrées notamment par les agents arrivant **en zones tendues** (première affectation ou mutation) pour trouver et louer à un prix abordable un logement décent, adapté à leurs besoins familiaux, à une distance raisonnable de leur lieu de travail.

Depuis plusieurs années les nombreux efforts des pouvoirs publics pour améliorer l'offre ne sont néanmoins pas en mesure d'accompagner la progression des dépenses de logement des agents les plus modestes dans les zones tendues, alors qu'elles représentent le premier poste de dépenses des ménages.

La mission a notamment été très sensible à l'existence de nombreuses situations dans lesquelles des agents publics, notamment ceux qui assurent la sécurité, les soins, l'enseignement de la communauté nationale, **vivent dans des conditions totalement insatisfaisantes, voire inacceptables.**

Par ailleurs, a été relevée l'existence de **divers postes non pourvus**, notamment à la Direction départementale des finances publiques des Alpes Maritimes et à la Direction interrégionale des douanes basée à Marseille, et ce en raison de l'impossibilité de trouver des logements à des prix conciliables avec le traitement des agents de ces directions. Cette remarque est générale pour les agents de catégorie moyenne dans les zones tendues

On peut également citer parmi de nombreux exemples la mobilisation des préfets de l'Ain et de la Haute Savoie en 2016 qui, dans deux courriers, ont fortement insisté sur les difficultés d'accès au

logement dans la région du « Franco-Genevois », qui, selon les termes mêmes de ces préfets dégradent de manière aggravée le service public, au point de mettre en péril sa continuité dans l'enseignement, la police, le réseau des finances publiques et la santé.

Ce constat, qui n'est pas propre à la France, peut conduire dans certains pays étrangers les pouvoirs publics à prendre des mesures adaptées ; par exemple la municipalité de Munich et le Land de Bavière développent une politique d'accès au logement de leurs agents.

Un élément important est en outre à souligner : la récente réforme d'ampleur des canaux de collecte de la cotisation logement des **employeurs privés** encore appelée « **1% logement** » par la création « **d'Action Logement** ». **Or les agents publics ne bénéficient pas de cette prestation. Par conséquent, leurs attentes en ce domaine se trouvent légitimement renforcées.**

Cette situation est d'autant plus paradoxale que ces agents cotisent à des caisses de retraite complémentaires : 2 caisses à régime obligatoire : l'ERAFP pour les fonctionnaires et l'IRCANTEC pour les agents publics locaux non fonctionnaires (et pour les élus) avec un régime facultatif ouvert aux agents publics et géré par la PREFON. Or ces entités disposent de fonds considérables : au 31 décembre 2016 leur actif s'élevait à **environ 55 milliards d'euros** en valeur de marché. Il **dépasse actuellement les 60 milliards d'euros**. De plus, les flux annuels de cotisations brutes de ces entités sont considérables : par exemple **1,9 milliard pour l'ERAFP** qui a 4 600 000 cotisants. De plus, ces 3 Caisses souhaitent très vivement augmenter la rentabilité de leurs placements encore trop influencés par l'importance des obligations d'Etat qu'elles possèdent.

Le concept d'employeur public présenté dans le rapport, développant des actions nouvelles sur la base d'investissements privés en faveur de ses agents, est innovant, fédérateur entre les employeurs et les organisations syndicales et réduit l'inégalité de traitement entre le secteur public et le secteur privé (absence « du 1% »).

Au-delà des besoins de logements, la mission s'est attachée à identifier **les possibilités d'investissement** dans le secteur du **logement intermédiaire** et tout particulièrement celui destiné aux agents publics.

La recherche de poches d'investissement rentables est une préoccupation partagée par tous les acteurs financiers qui souhaitent également procéder à une diversification de leurs portefeuilles en raison de l'actualité : baisse drastique des revenus des produits de taux et grande volatilité des marchés actions. Si, au sein de l'immobilier l'investissement dans le commerce reste prisé, sa rentabilité fléchit et le **secteur du logement redevient attractif.**

Les rencontres avec des grands investisseurs (outre les caisses de retraite complémentaires des agents publics et les mutuelles d'agents publics) **qui ont tous été vivement intéressés par les conclusions de ce rapport**, conduisent à affirmer que **des masses considérables peuvent être consacrées annuellement** à l'investissement dans le logement, notamment celui des agents publics qui bénéficient de la garantie de l'emploi, élément très important, on le sait, dans **l'appréciation de la solvabilité du locataire**. De plus, si le parc locatif est bien géré, cette population peut engendrer un taux d'occupation maximal.

Pour ce qui concerne le logement des agents publics à des prix qui leurs sont accessibles et qui permettent une rentabilité acceptable pour les investisseurs, **la contrainte essentielle (et de loin) repose sur le prix du foncier dans les zones tendues**. La mission a examiné cette question en détail et rencontré des Elus de la Nation (sénateurs et députés), des responsables de plusieurs collectivités (région Ile de France, Paris, Marseille, Lyon, Issy-les-Moulineaux, Montreuil, Sceaux...) ainsi que l'Association des Maires de France.

La mission a ainsi pu proposer diverses solutions en ce domaine qui ont été considérées comme pertinentes par les différents interlocuteurs et qui reposent sur l'apport de terrains

publics en contrepartie de baux emphytéotiques donnant un droit de réservation gratuit pour l'entité apporteuse au bénéfice de ses agents.

Conclusion

Le sujet traité dans ce rapport est innovant car sa mise en application ne créera aucune dépense budgétaire, mais sera au contraire source de recettes fiscales et de cotisations sociales. Il permettra à la fois :

- à des agents publics de se loger décemment ;
- à des investisseurs de réaliser des placements de qualité et socialement responsables ;
- aux employeurs publics de fidéliser leurs agents ;
- aux responsables politiques de développer l'activité économique, notamment le secteur du bâtiment et de favoriser la mixité sociale ;
- à la collectivité de bénéficier d'une qualité de prestations encore meilleure, provenant d'agents disposant de meilleures conditions de logement et donc d'une meilleure qualité de vie ;
- aux finances publiques de bénéficier de nouvelles recettes fiscales (TVA, IS, Impôts fonciers) et de bénéficier de nouvelles cotisations sociales...

La mise en œuvre des propositions de la mission concrétisera un partenariat totalement équitable entre les propriétaires publics, qui feront des apports en nature, et les investisseurs qui apporteront de l'argent. Ce mode d'action est très connu et très ancien dans le secteur privé où on distingue les apports en nature et les apports en espèces. Le fait de pouvoir, grâce à ce montage de démembrement de propriété, disposer de foncier à des prix très bas, voire gratuitement puisque le propriétaire public restera nu propriétaire, permettra de faire **des gains considérables dans le prix global d'une construction (jusqu'à 45 % dans les zones les plus tendues).**

À l'issue de cette mission, les constats sont les suivants :

- **le besoin existe ;**
- **des terrains publics utilisables existent ;**
- **le financement existe, tant au niveau des institutionnels que des particuliers ;**
- **la population des agents publics bénéficie de la garantie de l'emploi, ce qui est un élément de solvabilité très important pour les investisseurs ;**

Des solutions existent donc sur tous les points.

Pour parvenir au succès, **il importe de libérer du foncier public.** La mission considère, après avoir rencontré des députés et des sénateurs, l'Association des maires de France, les mairies de Paris, d'Issy-les-Moulineaux, de Montreuil, de Sceaux, la région Ile de France, Lyon, Marseille, des établissements publics disposant de foncier (SNCF,RATP, EDF, La POSTE), sans oublier le monde hospitalier et nombre de ministères, que **c'est totalement réalisable.**

Il importe par conséquent que les "propriétaires publics," qu'ils s'agissent de l'État, des établissements hospitaliers, des collectivités locales ou des établissements publics, agissent dans l'intérêt général en effectuant des apports en nature d'une partie du patrimoine dont ils sont dépositaires en contrepartie de baux emphytéotiques. D'un point de vue patrimonial et comptable, il peut en effet être considéré qu'une partie de **ce foncier a une valeur d'utilité** (notion comptable universellement reconnue) différente de la valeur de marché qui doit prévaloir en cas de vente sans d'autre objectif que la rentabilité. Cette valeur d'utilité s'exprime par le fait que ce foncier permet de loger des agents destinés à remplir leurs fonctions dans des conditions satisfaisantes.

Par ailleurs, pour faciliter la mise en oeuvre de ses propositions, la mission a très fortement **recommandé de créer un groupe de travail intitulé « instance de concertation »**, comprenant les représentants des différents acteurs concernés, pour affiner ses propositions et les rendre opérationnelles dès que possible. L'expérimentation en cours de l'ERAFP, très mobilisé sur ce projet et

celle de la Fédération Hospitalière Française (FHF), constituent une première illustration dont l'aspect emblématique est à saluer.

La FHF a, en effet, selon ses propres termes, appliqué l'esprit de ce rapport, en signant un accord en avril 2017 avec la SNI, filiale de la Caisse des Dépôts, selon lequel elle a fait apport de terrains lui appartenant, gratuitement en contrepartie d'un droit de réservation sur les logements pour ses agents.

Grâce au fort intérêt suscité par cette mission, aux attentes très fortes de nombre d'employeurs et d'agents publics, au désir des différents interlocuteurs de participer à cette entreprise citoyenne, tout en étant financièrement cohérente et pertinente, la mission est convaincue que ses propositions constituent des solutions qui devraient conduire au succès, à condition que les pouvoirs publics agissent en ce sens.

Emmanuel MACRON, alors Ministre de l'Economie, a manifesté son intérêt pour ce rapport dans un courrier du 11 Juillet 2016, ce qui renforça la mission dans sa conviction de la faisabilité du projet.

A la suite d'un courriel adressé au Premier Ministre insistant sur la nécessité de créer ce groupe de travail pour effectuer le suivi de ce rapport, une réponse a été adressée le 11 Janvier 2018 à Alain Dorison par l'intermédiaire du Chef de Cabinet en précisant que le Premier Ministre avait demandé que le Ministre de l'action et des comptes publics et le Ministre de la cohésion des territoires prescrivent l'examen de cette préconisation et tiennent directement informé Alain Dorison de la suite qui lui sera réservée.

Ce courrier est très encourageant. On peut donc espérer que les administrations concernées passent à l'action.

ROYAUME-UNI : SITUATION FINANCIERE DES FONDS DE PENSION A PRESTATIONS DEFINIES EN NETTE AMELIORATION

Philippe-Nicolas MARCAILLOU, *Auteur de Defined Benefits Pension Schemes in the UK - Asset & Liability Management (Oxford University Press 2016) et d'articles financiers.*

En quoi consistent les régimes des retraites au Royaume-Uni?

Ils sont divisés en trois catégories principales : Les pensions d'Etat (State Pensions) dont l'objectif est de protéger les personnes retraitées de la pauvreté, les régimes de retraite professionnelle (Occupational Pensions) composés des « Prestations définies » (Defined Benefits ou DB) » et des « Contributions définies (Defined Contributions ou DC) » qui couvrent environ 18 Millions de salariés sur une population active de 33 Millions et enfin, des retraites personnelles / individuelles (Personal Pensions).

Quelle est la différence entre les fonds à contributions définies (Defined Contributions ou DC) et les fonds à prestations définies (Defined Benefits ou DB)?

Les régimes de retraite professionnelle sont des contrats passés entre l'employeur et leurs employés dont l'objectif est de fournir une retraite aux employés.

Sous un fonds de pension en DC, l'employeur et l'employé financent par une contribution, la retraite future de l'employé. Cette contribution est ensuite investie au sein d'un fonds de Pension. Le montant de la pension dépendra du montant investi pendant la période de contribution, du rendement des fonds et des projections de l'espérance de vie de l'employé au moment de son départ en retraite. Les risques sont supportés par l'employé. Environ 8 Millions de membres ont un DC.

A l'inverse, sous un fonds de pension en DB, l'employeur (le sponsor qui peut être une entreprise, un organisme gouvernemental etc.) et l'employé financent par une contribution mensuelle, la retraite future de l'employé. Lors du départ en retraite, l'employé recevra une portion fixe de son dernier salaire qui dépendra du nombre d'années de cotisations. Le montant et les revenus sont sécurisés par l'employeur-sponsor. La réglementation prévoit une valorisation triennale réalisée par un actuair indépendant : si le montant des passifs actualisés est supérieur à celui des actifs valorisés, un déficit apparait que le sponsor comblera par une contribution exceptionnelle. Les fonds en DB regroupent environ 10 millions de membres.

Comment sont répartis les membres des Fonds de Pension en DB ?

Parmi les 10 millions de membres, 47% sont des membres ayant quitté un régime (lors d'un départ d'une société par exemple) mais possédant des droits acquis (Deferred Members), environ 40% sont retraités (Pensioner Members) et environ 12% sont actifs (Active Members).

Quelles sont les évolutions des Fonds en DB ?

Les entreprises-sponsors considèrent qu'elles ne peuvent plus supporter les risques liés aux investissements ; la tendance est donc à la responsabilisation individuelle des membres en matière de gestion de leur retraite et des investissements. Dans ce sens, de plus en plus d'entreprises ferment l'accès aux fonds en DB aux nouveaux recrutés et aux droits de leurs membres actifs existants. La proportion de fonds fermée à la fois aux nouveaux

membres et aux droits de leurs membres actifs existants a augmenté de 35% à 39% en 2016. Dans ce cadre, les membres poursuivent leur cotisation dans un régime en DC.

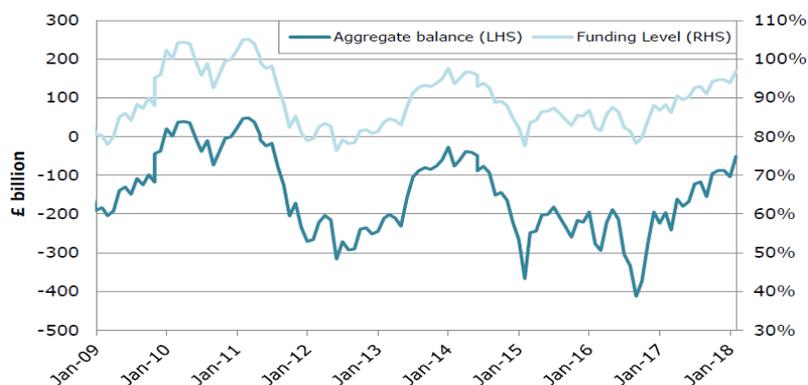
Comment sont valorisés les passifs des fonds en DB ?

Plusieurs méthodes peuvent être utilisées : la méthode des provisions techniques calculées par les actuaires détermine le calcul des montants des contributions; la méthode comptable est utilisée dans le cadre de la présentation des comptes dans le rapport annuel ; la méthode du Buy-out est utilisée dans le cadre de l'externalisation des obligations et des risques à un tiers ; la méthode s179 est utilisée par les compagnies d'assurances.

Quelle est la situation financière des régimes à prestations définies (Defined Benefits ou DB) au Royaume-Uni depuis un an ?

Selon les dernières statistiques disponibles au 28 février 2018, la situation financière globale de l'ensemble des fonds (environ 5600 fonds) est en nette amélioration. Ces fonds présentent un ratio agrégé « Montant des Actifs / Montant des Passifs (méthode s179) » de 95.6% (vs 86.5% en février 2017) et accusent encore un déficit de €81 Milliards (vs un déficit de €273 Milliards en février 2017). Le graphe ci-dessous présente l'évolution du ratio « Actif/ Passif » depuis février 2009 (courbe de couleur claire ; échelle de droite) et du solde agrégé en Milliards de Sterling (Actif minoré du Passif - courbe de couleur foncée ; échelle de gauche).

Des disparités apparaissent néanmoins dans ces résultats : 3608 fonds de pension (soit 64% du nombre total de fonds) sont en déficit tandis que 1980 fonds sont en situation de surplus (vs 4380 fonds en déficit février 2017). Concernant les régimes en DB, fermés aux nouveaux recrutés et aux droits futurs de membres actifs existants, la performance de la gestion de l'Actif / Passif et les contributions exceptionnelles du sponsor deviennent les variables d'ajustement du ratio Actif / Passif du fonds.



Quels sont les montants agrégés des actifs et passifs ?

Au 28 février 2018, conjointement, le montant des actifs est en hausse à €1773 Mds (vs €1511 Mds en février 2017) et celui des passifs en baisse à €1853 Mds (vs €1983 Mds en février 2017). (Voir graphe supra).

Euro /£ : 1.1305



Quels sont les sous-jacents financiers qui font évoluer les montants d'actifs et passifs ?

Principalement, ce sont les « Actions » et les emprunts d'Etat nominaux du Royaume Uni (Gilts) et indexés inflation (Indexed Linked Gilts). La compréhension du comportement des passifs est complexe et déterminante : les passifs se comportent comme une distribution d'obligations zéro-coupon en termes de sensibilité et de convexité (elles-mêmes fonction de leur durée). A l'instar des obligations proches de la date de remboursement du montant principal, les passifs sont sensibles au passage du temps : même dans un contexte de taux inchangés, la valeur des passifs augmente à mesure que les dates de leur paiement se rapprochent.

La valeur des actifs évolue en fonction de leur prix, des volumes traités et leur volatilité respective. La gestion de l'actif devrait être approchée en « Risk allocation » prenant en compte les corrélations entre les différentes classes d'actifs et non pas en « Asset Allocation ».

Comment se sont comportés les "Taux" et les marchés « Actions » depuis un an ?

Le constat est positif : l'augmentation des taux nominaux et réels entraîne mécaniquement la diminution de la valeur actualisée des passifs. Dans ce sens, l'augmentation des taux des emprunts d'Etat nominaux Gilt de maturités 15 ans de 0,24% (voir graphe supra échelle de droite) et des emprunts d'Etat indexés inflation de mêmes maturités de 0,21% durant la période du 27 février 2017 au 28 février 2018 ont eu un effet bénéfique sur les passifs. Les actifs ont augmenté du fait de la progression de l'indice FTSE All-Shares qui a augmenté de 0.89% pendant la même période (voir graphe supra échelle de gauche) et cela, en incluant les impacts des pertes obligataires.

La conjugaison de l'impact positif de la hausse des taux d'actualisation sur les passifs et la hausse des actions entraîne donc une réduction des déficits malgré la baisse de valeur des actifs obligataires.

Quels sont les impacts des variations des "Actions" et des taux sur "l'Actif / Passif" ?

Les études et modèles basés sur des données empiriques indiquent que, concernant la partie "Actif", une performance de 7.5% des marchés "Actions" entraînent une augmentation des actifs de 2.4% tandis qu'une augmentation de 0.3% du taux des emprunts d'Etat réduit les actifs de 1.90%.

En parallèle, concernant la partie "Passif", une augmentation de 0.30% des taux nominaux Gilt réduit le montant des passifs de 6%. L'allongement de la durée de vie demeure un vrai sujet puisqu'une augmentation de deux ans entrainerait un accroissement des passifs agrégés de 7.40% soit £125.5 Milliards au total.

Quelles sont les dernières tendances en matière d'allocation d'actifs des fonds DB ?

La tendance forte est la poursuite de la réduction de la classe d'actifs "Actions" (en 10 ans, le taux est passé de 60% en 2007 à 29% en 2017). Concernant cette classe d'actifs, nous constatons une augmentation de l'investissement dans des entreprises non-cotées.

En parallèle, du fait de l'utilisation de techniques de plus en plus pointues de couvertures des risques et pour tenir compte de la baisse générale de la durée des passifs en raison de la fermeture des fonds DB, l'augmentation des investissements obligataires s'est poursuivie (en 10 ans, de 28% à 56%) : les fonds en DB ont diminué les investissements dans les dettes d'entreprises (17%) pour la cinquième année consécutive au profit des emprunts d'Etat (13%). La portion investie dans des obligations indexées inflation reste inchangée depuis environ 7 ans, autour de 25% (voir graphe supra).

Les fonds les plus performants et matures (i.e. ceux qui ont des montants de retraites les plus importants à payer à court et moyen terme) ont tendance à diminuer les risques et posséder une proportion plus importante d'obligations que d'actions.

En quoi consiste la solution de gestion « Liability Driven Investment », dénommée Ldi ?

La solution Ldi consiste en la réduction des risques de taux nominaux, d'inflation et de longévité situés principalement au passif tout en préservant la performance attendue du portefeuille d'investissement. En d'autres termes, des actifs diversifiés sont dédiés à délivrer de la performance tandis que d'autres liés au Ldi sont dédiés à réduire les risques de « mismatch » de durée Actif / Passif (voir graphe ci-dessous montrant une illustration de la variation du funding ratio en pourcentage avec et sans Ldi).

Quelles seraient vos conclusions ?

Contrairement aux idées répandues, la gestion des Fonds de Pension en DB est très conservatrice au regard des chiffres constatés en matière d'allocations d'actifs et souvent éloignée de l'image de fonds agressifs.

Les Fonds de Pension ne sont que des caisses de retraite dont la fonction principale est de protéger les intérêts à long terme de ses membres ! la durée moyenne des passifs est actuellement d'environ 22 ans.

Du fait d'une recherche plus pointue de l'optimisation, brique par brique, de la gestion « Actif / Passif » et de l'utilisation de techniques plus précises de réduction des risques de « mismatches » de durée, les investissements au sein de la classe d'actifs « Actions » ont diminué au profit des obligations.

Nous constatons également que le ratio « Actif / Passif » s'est fortement amélioré en raison de la performance des marchés « Actions » et de la hausse récente des taux d'intérêt : plus ces derniers augmentent, plus la valeur présente (NPV) des montants de paiements futurs des retraites se déprécie.

Avec un ratio « Actif / Passif » de 95.6% au 28 février dernier, les retraites sont, en grande partie, financées i.e. face à des retraites futures à payer pour lesquelles il existe de réels actifs économiques pour les couvrir !

Document finalisé le 15 Mars 2018.

Blockchain et levées de fonds en cryptomonnaies : L'émergence de monnaies virtuelles va-t-elle transformer l'environnement économique et financier mondial ?

Conférence du 16 janvier 2018 – Daniel BRETONES²¹, Président de l'ANDESE

Rapide historique :

La première cryptomonnaie basée sur la chaîne de blocs (Blockchain) a été créée en 2013 avec le Master Coin. Depuis cette date les achats de cryptomonnaies à partir de devises Fiat, principalement le Bitcoin en Dollars et en Euros, se sont développées pour atteindre 7 milliards \$ US en janvier 2016, et 130 milliards de \$ US en septembre 2017 et près de 300 milliards en décembre 2017 (Source : Fortune).

Il faut distinguer le protocole Bitcoin et le jeton numérique Bitcoin ou BTC qui est soumis à de fortes tensions spéculatives. Le protocole Bitcoin est une innovation de rupture basée sur l'assemblage d'éléments faisant appel à de la cryptographie, à la mise en réseau entre pairs et au minage par la preuve de travail. Il permet de réaliser des transactions dans un environnement sécurisé et fonctionnant de manière décentralisée.

1. Du caractère hybride des cryptomonnaies et du bitcoin plus spécifiquement²²:

Le bitcoin (Jeton Bitcoin) serait plutôt une monnaie :

Il permet d'effectuer des transactions entre un nombre encore restreint de particuliers quelle que soit leur localisation, à l'exception de certains pays ou régions.

Le bitcoin constitue une réserve de valeur dans la mesure où il est rapidement convertible en une autre monnaie. La notion de réserve de valeur liée au temps, il est peut-être encore trop tôt pour valider cette fonction sur le long terme.

Le bitcoin fluctue par rapport aux autres monnaies même si actuellement la composante d'anticipations spéculatives prédomine.

Le Bitcoin ne répond pas aux définitions conventionnelles d'une monnaie :

Une monnaie nationale se développe en contrepartie de toutes les transactions effectuées au quotidien. Le bitcoin ne peut actuellement être associé à la quasi-totalité des transactions sur le territoire national (PIB) et international. Aujourd'hui il ne représente qu'une infime partie de toutes les transactions mondiales.

Le bitcoin n'est pas sous le contrôle des autorités monétaires (Banque centrale) sauf si l'on considère la possibilité de changer la limite maximale du stock de bitcoin actuellement à 21 millions. Cependant ce type de décision est décentralisé au sein du réseau de mineurs et les détenteurs des plus importants stocks de bitcoin au sein de ce réseau ont une voix prédominante. Le bitcoin n'est pas garanti ni géré comme la majorité des monnaies institutionnelles dans le cadre des actions des banques centrales.

²¹ Cet article est finalisé au début de février 2018 et l'évolution du cours du Bitcoin a été prise en compte.

²² <http://theoreco.com> Commentaires formulés à partir de la note de Bernard Biedermann sur le Bitcoin

La création et la destruction de bitcoin (perte de Wallet ou vol de bitcoins) n'est pas comparable au mécanisme bancaire fondée sur le crédit ou la dette.

Le nombre de bitcoins en circulation (16 millions à ce jour) est trop faible pour agir les prix au sein de l'économie mondialisée.

2. La Blockchain et les principales cryptomonnaies

Le développement des cryptomonnaies est un phénomène sociétal lié au l'Internet et aux orientations libertariennes des fondateurs de la blockchain : des mathématiciens et des cryptographes en lien avec les Universités américaines. Ces chercheurs se sont fait connaître sous le nom de Satoshi Nakamoto, fondateur du Bitcoin, qui représente semblerait-il un groupe restreint de chercheurs dans les domaines évoqués. Le Bitcoin a été créé par Satoshi Nakamoto en réaction à la crise financière de 2008. Le code source du protocole Bitcoin a été mis en ligne en 2009. Les cryptomonnaies ne sont pas contrôlées par les autorités monétaires centrales qui observent le phénomène avec intérêt semble-t-il !

2.1 - Caractéristiques du Bitcoin :

Près de 1000 cryptomonnaies ont été créées depuis 2013 mais les plus connues sont le BTC, l'Ether et le Ripple. Le BTC est la référence centrale en termes de valorisation. Son cours est soumis à des demandes excessives et spéculatives. En 2017 le BTC est monté jusqu'à 20 000 \$ US à la fin 2017. Cet élan spéculatif est retombé et il s'échange au début février 2018 à moins de 8000 \$ US et à moins de 7 000 \$ US le 6 février.

Le BTC a été limité par ses créateurs à 21 millions d'unités et l'offre actuelle est voisine de 17 million de Bitcoins BTC. Le dernier BTC devrait être émis en 2140 si le réseau existe encore.

La force de la chaîne de blocs (Blockchain) est qu'elle est caractérisée par cinq attributs spécifiques et simultanés ;

- Les transactions sont opérées par des mineurs (informaticiens) qui s'appuient sur un logiciel afin de vérifier, sécuriser et inscrire les transactions dans un registre la « Block Chain ». L'entité de base du bitcoin s'appelle un bloc. Les blocs étant reliés en chaîne forment la blockchain.
- Le système constitue une base de données décentralisée sans autorité centrale
- La transmission se fait de pair à pair et non pas par un nœud central. Chacun des nœuds stocke et transmet l'information à tous les autres nœuds.
- Chaque nœud ou utilisateur de la chaîne est identifié par une chaîne alphanumérique de plus de 30 caractères. Chaque transaction est visible de tous. Les transactions s'effectuent entre les adresses de la blockchain.
- Les enregistrements des transactions inscrites dans le registre ne sont pas modifiables car ils sont liés aux enregistrements précédents au sein de la chaîne.
- Les transactions numériques au sein du registre sont informatisées.

Les acheteurs de BTC disposent d'un portefeuille électronique (Logiciel Wallet) comportant une adresse, une clé publique, et clé privée. Le Wallet qui est un logiciel permet de créer des comptes, construire et opérer des transactions. En cas de perte de la clé privée, l'accès au compte de l'utilisateur n'est plus possible sauf à disposer d'une copie de secours.

2.2 – Gouvernance du système

La gouvernance du système s'effectue à deux niveaux

-
- Le niveau 1 concerne les transactions opérées par les mineurs. Le BTC ne dépend d'aucune banque centrale et d'aucun Etat. Des protocoles cryptographiques de hachage de l'information et de preuve de travail sont intégrés à la Block Chain du Bitcoin.
 - Le niveau 2 rend obligatoire les « Contrats intelligents » qui ont été lancés sur la plateforme « Ethereum » qui propose des Ether. Ce deuxième niveau de gouvernance a été créé pour renforcer la sécurité des transactions. Les contrats intelligents permettent d'identifier précisément les intervenants en amont des transactions et de sécuriser ces dernières par l'élimination préalable des pirates.

Les autorités bancaires et financières sont intervenues pour pousser à la mise en place des déclarations d'identité préalables à des transactions sur les plateformes de cryptomonnaies. Ceci afin d'éviter des détournements de fonds sur des plateformes nouvellement créées.

2.3 - A la recherche de l'Eldorado :

L'or et l'argent ont tenu un rôle moteur dans l'histoire du monde. Les mines d'argent de Potosi et de Zacatecas dans le Nouveau Monde ont largement participé au financement du « siglo de oro et des tercios des rois d'Espagne » du XVIème siècle. L'or brésilien a retardé la chute de l'Empire portugais et le sterling d'or, produite avec le métal provenant surtout de la Guinée équatoriale, a contribué à l'essor de la British Navy et de la puissance britannique qui utilise la Cavalerie de Saint Georges (l'or versé aux alliés) pour combattre Napoléon²³.

Aujourd'hui, si l'or continue de fasciner, c'est aussi l'« assouplissement quantitatif » qui est venu relayer ce mirage. Il a permis d'éviter la déflation et relancer l'économie américaine et puis l'économie européenne grâce aux interventions de la BCE.

Un écosystème est en train de se créer autour des principales cryptomonnaies avec le contrôle des transactions, la mise en place de contrats intelligents, et l'émergence de places de conversion de monnaies réalisées entre les principales cryptomonnaies (Ether et BTC) et les monnaies FIAT, et dans le sens inverse.

Le protocole Blockchain est étudié en détail par la Banque centrale européenne et par l'AMF en France. De grandes banques françaises et européennes testent des applications avec le protocole Block chain pour sécuriser des transactions et renforcer leurs positions concurrentielles à terme.

Les applications sont nombreuses dans l'industrie ;

- Kodak prévoit d'émettre des jetons (Kodak Coins) pour mieux gérer les droits des images
- KFC Canada prévoit l'utilisation du Bitcoin pour de petits achats
- Le système électoral Brésilien utilisera la blockchain Ethereum,
- Samsung qui est devenu le leader mondial des circuits intégrés devant Intel développe des puces ASIC (Application Specific Integrated Circuit) pour le minage des transactions en cryptomonnaies. C'est un nouveau segment de marché qui s'ouvre alors que les ventes de téléphones mobiles et de tablettes sont stabilisées voire en baisse. Ces puces ASIC en développement devraient accélérer les transactions de minage et réduire la consommation énergétique de ces opérations.
- Shell développe une Blockchain pour optimiser ses opérations commerciales
- Le Chicago Board of Trade (CBOT) et le Groupe CME préparent le lancement de contrats à terme sur le Bitcoin.
- L'autorité des marchés de Singapour qui est à la pointe sur les cryptomonnaies reste ouverte à leur développement sous réserve de l'application de la loi anti-blanchiment pour les

²³ OR, ARGENT et FOLIES des GRANDEURS, Giraudo A., Eds Economica, 158 p., 2017

intermédiaires de ces transactions et prévient les investisseurs que les cryptomonnaies comportent des risques très élevés à intégrer à leur stratégie d'investissement.

3. Les levées de fonds en cryptomonnaies « LFC » ou ICOs (Initial Coin Offerings)

L'écosystème des monnaies virtuelles est à l'initiative d'un nouveau type d'opérations, les levées de fonds en cryptomonnaies (LFC) ou Initial Coin Offerings (ICOs).

L'émission des tokens ou jetons et la possibilité pour des particuliers d'investir en direct sur projets à risque mais avec des niveaux de retour très élevés caractérisent les LFC. Plutôt que d'investir en capital dans une entreprise et de détenir des titres en contrepartie il s'agit d'investir dans des entreprises qui développent des services et / ou des produits via une chaîne de blocs. Dans le cadre d'une LFC on achète des jetons en BTC ou en Ether à partir d'un compte en Bitcoin ou en Ether. Les jetons achetés permettent d'investir dans le cadre d'une ou de plusieurs levées de fonds spécifiques. La SEC américaine accepte les LFC sous réserve qu'elles soient conformes à ses règlements.

Ce mode de financement est également hybride entre le financement participatif et le capital-investissement dans son volet capital-risque. Il est le produit de la spécificité de l'actif numérique. En juillet 2017 le montant mondial des LFC s'élevait à 2,3 Milliards de \$ US et il atteignait les 3 milliards de \$ US en décembre 2017.

3.1- Sommes-nous face à un processus d'Ubérisation du secteur du capital-risque ?

Dans les années 1950, les approches de la RAND Corporation à l'origine de la création du capital-investissement sous l'impulsion de Georges Doriot révolutionnent le monde de la Finance. La mise en application du concept de capital-risque permet le développement de jeunes pousses sur la Côte Est puis sur la Côte Ouest des Etats-Unis et procure un avantage concurrentiel significatif à l'économie américaine dans les domaines de la haute technologie. De nos jours des créateurs ingénieux qui ont du mal à trouver des fonds auprès de capital-investisseurs arrivent à lever des fonds dans le cadre d'opérations de LFC lancées au niveau mondial. Ils délivrent en contrepartie des jetons qui ne sont pas des titres mais des services au même titre que les miles aériennes obtenues par les voyageurs en achetant des billets qui permettent par accumulation d'obtenir des voyages ou services divers gratuitement.

Les LFC ne sont pas soumises aux audits approfondis pratiqués par les investisseurs en capital-risque et aux contrôles réglementaires mis en place par les autorités de tutelle. Le plus souvent l'intérêt du projet, ses fondamentaux et le profil de l'équipe qui lance la LFC sont consignés dans un « livre blanc » mis à disposition des investisseurs potentiels. Le niveau de risque est très élevé mais les plus-values potentielles également en cas de succès de l'opération basée sur le développement de l'entreprise. Le jeton détenu par l'investisseur est un service dont la valeur peut fluctuer fortement à la hausse ou à la baisse.

Selon le journal « Wired » certains capital-risqueurs américains auraient participé à des LFC. Il est clair que pour les projets de qualité bien calibrés le recours aux LFC est une voie parmi d'autres pour trouver des financements pour de jeunes pousses innovantes. Les LFC permettent à des intervenants privés d'investir en direct sur des projets à risque portés par des startups. Jusqu'à présent ce type d'opérations est réservé aux capital-risqueurs. On assiste bien à l'émergence d'une désintermédiation des capital-risqueurs.

4. Projections

Une évolution majeure dans l'histoire monétaire...

- La blockchain est un moyen puissant de déployer des applications pour des entreprises financières et ou industrielles.
- Il est à prévoir que les cryptomonnaies sous-tendues par des technologies décentralisées et fiabilisées se développeront et s'imposeront progressivement comme le réseau Internet basé sur le protocole http:// ouvert, s'est substitué et a remplacé les réseaux privés qui s'appuyaient sur des protocoles fermés et non-ouverts.
- Des levées de fonds par LCO qui pourraient être disruptives pour les capital-risqueurs (VCs) et complémentaires des formes de financement pratiquées dans cette industrie.

Les Gourous de la Silicon Valley ont annoncé depuis près de 20 ans l'arrivée du « New Age » porté entre autres par l'Internet. Depuis des secteurs entiers ont été remués et transformés dans les médias, dans l'hôtellerie, dans la réservation en ligne. Les monopoles acquis par les GAFAs ont pris à revers les décideurs français et européens qui n'avaient pas anticipé ce qui pouvait se produire. Des secteurs entiers de l'économie mondiale ont été redessinés et en général les entreprises françaises sont peu présentes dans ces nouvelles configurations.

Le protocole blockchain est une technologie jeune mais porteuse. Elle peut être améliorée en termes de vitesse de transaction et de sécurisation des opérations en amont de la chaîne de blocs proprement dite. Les LFC montrent le potentiel de ce qu'il est possible de réaliser en matière d'investissement direct à risque. Les LFC complètent les financements de type participatif et les financements d'amorçage proposés par les capital-risqueurs.

A ne voir que la face négative de la chaîne de blocs et des pratiques de type LFC, les entrepreneurs français pourraient être dissuadés de tester ces nouvelles approches. Il convient donc de communiquer de manière neutre voire positive sur le sujet tout en appréciant les limites du protocole Block Chain et ses applications dans la finance et l'industrie. Les cryptomonnaies constituent peut-être un moyen de rendre plus liquide l'économie et il serait dommageable de les condamner alors qu'elles sont émergentes et en phase de consolidation.

ANNEXE²⁴

Bitcoin (BTC) Historical Corrections						
List of Bitcoin major corrections ≥ 30% (from ATH levels) since January 2012						
Correction Period ≥ 30%						
Correction Start Date	Correction End Date	# Days in Correction	Bitcoin High Price	Bitcoin Low Price	% Decline	\$ Decline
12 Jan 2012	27 Jan 2012	16	\$ 7.38	\$ 3.80	-49%	-\$ 3.58
17 Aug 2012	19 Aug 2012	3	\$ 16.41	\$ 7.10	-57%	-\$ 9.31
6 Mar 2013	7 Mar 2013	2	\$ 49.17	\$ 33.00	-33%	-\$ 16.17
21 Mar 2013	23 Mar 2013	3	\$ 76.91	\$ 50.09	-35%	-\$ 26.82
10 Apr 2013	12 Apr 2013	3	\$ 259.34	\$ 45.00	-83%	-\$ 214.34
19 Nov 2013	19 Nov 2013	1	\$ 755.00	\$ 378.00	-50%	-\$ 377.00
30 Nov 2013	14 Jan 2015	411	\$ 1,163.00	\$ 152.40	-87%	-\$ 1,010.60
10 Mar 2017	25 Mar 2017	16	\$ 1,350.00	\$ 891.33	-34%	-\$ 458.67
25 May 2017	27 May 2017	3	\$ 2,760.10	\$1,850.00	-33%	-\$ 910.10
12 Jun 2017	16 Jul 2017	35	\$ 2,980.00	\$1,830.00	-39%	-\$ 1,150.00
2 Sep 2017	15 Sep 2017	14	\$ 4,979.90	\$2,972.01	-40%	-\$ 2,007.89
8 Nov 2017	12 Nov 2017	5	\$ 7,888.00	\$5,555.55	-30%	-\$ 2,332.45
17 Dec 2017	2 Feb 2018 *	48	\$19,666.00	\$8,094.80	-59%	-\$11,571.20

²⁴ Source : Cryptocoin