
LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 41

- Actualités -

2020 JANVIER

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières

Centre des Professions Financières

6 avenue Mac Mahon - 75017 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Responsable de la publication

Catherine CHEVASSUT

c.chevassut@professionsfinancieres.com

* * *

Sommaire

Editorial	5
DE L'IMPORTANCE DES INVESTISSEMENTS A LONG TERME	7
Olivier ROUSSEAU, Membre du directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites	
COMPTE RENDU DE LA RÉUNION DU G7 DES FONDS DE PENSIONS D'AOÛT 2019	10
Les objectifs de Développement Durable («ODD») sont désormais incontournables pour le secteur financier, Nicolas J. FIRZLI, Directeur Général du World Pensions Council (WPC), Conseiller auprès du Groupe de la Banque mondiale (GBM) pour le Global Infrastructure Facility (GIF), Cofondateur du Singapore Economic Forum (SEF)	
UNE PISTE POUR DÉVELOPPER L'ÉCONOMIE DU XXI^e SIÈCLE : VALORISER ET COMPTABILISER LES RH COMME DES ACTIFS	16
Arnaud MURET, Docteur en socio-économie de l'innovation, École des Mines de Paris	
ACTIONS COTEES ET NON COTEES.....	19
Jean-Jacques PERQUEL, 15 Décembre 2019	
Ouverture du COLLOQUE : « LES IMPÉRATIFS DU LONG TERME ».....	23
Organisé par le Club des Investisseurs de Long Terme le 30 octobre 2019 (CILT) Jacques de LAROSIERE	
SAUVER LE CONSENTEMENT A LA SOLIDARITE DU PIEGE BISMARKIEN.....	33
Teneur de l'intervention à l'UDAP le 5 novembre 2019 Régis de LAROULLIERE, Ancien Délégué Général de Médéric, Conseil en Stratégie et Gestion des Risques	



Editorial

- ❖ Les pays et les investisseurs qui disposent d'une épargne long terme et abondante bénéficient d'atouts forts. **Olivier ROUSSEAU** nous en rappelle les raisons et en illustre les avantages mais nous met aussi en garde contre la recherche excessive d'épargne fruit du vieillissement des populations, de leur faible appétence au risque et de leur inquiétude sur leurs systèmes de retraites.
- ❖ **Nicolas FIRZLI** nous fait partager certains des travaux menés par le World Pensions Council et résume quelques interventions du Forum des Fonds de Pensions tenu fin août dernier, en marge du G7 de Biarritz. Il livre des pistes de réflexions précieuses pour nous en France, notamment sur la gouvernance des fonds de pensions et le financement des infrastructures.
- ❖ Dans une approche novatrice, **Arnaud MURET** nous livre des pistes de réflexion sur le financement du secteur tertiaire en France. Celui-ci occupe maintenant plus des trois quarts de la population active mais représente toujours moins d'un tiers des investissements. Encore marqué par le monde industriel né au XIX^e siècle, le plan comptable des entreprises et le système bancaire sont-ils prêts à permettre de financer plus largement la formation et la recherche ?
- ❖ N'est-on pas en train d'assister à un changement très profond du mode de financement de l'économie ? **Jean-Jacques PERQUEL** analyse qu'indépendamment de la propension plus ou moins forte selon les pays et les époques à financer le développement des entreprises par des actions ou des obligations, l'émission et la négociation des actions prennent des dimensions nouvelles. Les acteurs ont changé et leurs interventions sur les actions cotées ou non aussi.
- ❖ Nous publions aussi ici, avec un grand plaisir, l'allocution d'ouverture que **Jacques de LAROSIÈRE** a bien voulu prononcer lors du dernier colloque du Club des Investisseurs de Long Terme du 30 octobre dernier sur « Les Impératifs du long terme ». Son approche libre, argumentée et forte a été particulièrement appréciée. Elle nous éclaire sur les effets des taux d'intérêts bas ou négatifs et plaide pour une approche moins dogmatique de l'objectif d'inflation retenu par les banques centrales. C'est un texte de référence.
- ❖ En novembre dernier, lors du congrès de l'Union des Directeurs de l'Assurance et de la Prévoyance Sociale (UDAP) intitulé « Réformes gouvernementales, vers la rupture de la solidarité », **Régis de LAROULLIÈRE** constatant que notre système de protection était maintenant profondément remis en cause dans ses principes, détaillait le champ de ces nouvelles redistributions et s'interrogeait sur les limites du consentement à l'impôt. Voici le support de son intervention.

Bonne lecture
Jean-Pierre Maureau
Co-Président des Cahiers du Centre



DE L'IMPORTANCE DES INVESTISSEMENTS A LONG TERME

Olivier Rousseau

Membre du directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites

Les mérites d'un horizon de placement long sont indéniables pour l'investisseur qui sait en profiter. L'investissement à long terme comporte également de grandes vertus pour un pays.

1) Les avantages pour l'investisseur :

Disposer d'un horizon d'investissement long permet tout d'abord de supporter la volatilité de court/moyen terme des actions et autres actifs liquides risqués (notamment la dette à haut rendement et la dette des marchés émergents) et de profiter des propriétés de « retour à la moyenne » de ces actifs, ce qui réduit leur risque à long terme. L'investisseur peut ainsi capter des rendements plus élevés que ceux des obligations et le risque de « mauvaise pioche » dans la distribution des rendements espérés est d'autant plus faible que l'horizon de détention est plus long. Au bout d'une à deux décennies, le risque de perte ne demeure que pour les actifs achetés au sommet d'une bulle des marchés.

Cela autorise également à capter des primes d'illiquidité sur des actifs non cotés. Le terme de prime d'illiquidité revêt en fait plusieurs aspects :

- Complexité de la structure d'investissement et de sa documentation juridique
- Manque de familiarité des investisseurs avec l'entreprise émettrice des actions ou de la dette ou le projet s'agissant d'actifs réels
- Incertitude sur la notation de crédit d'un émetteur non noté
- Prime d'illiquidité à proprement parler. Sous l'angle défensif, la prime d'illiquidité apporte à l'investisseur une protection contre le risque de perte qu'il pourrait essayer s'il devait se retrouver un jour contraint de vendre « à la casse » tout ou partie de ses actifs illiquides. Sous l'angle offensif, la prime d'illiquidité doit rémunérer l'investisseur contre le coût d'opportunité qu'il pourra subir en n'étant pas en mesure d'arbitrer entre des classes d'actifs liquides. Ainsi un portefeuille uniquement composé d'actions et d'obligations cotées autorise des rééquilibrages de portefeuille dans le cas d'une correction boursière en vendant des obligations cotées pour racheter des actions cotées. Cet arbitrage n'est pas possible si les actifs stables détenus sont peu liquides (immobilier par exemple).

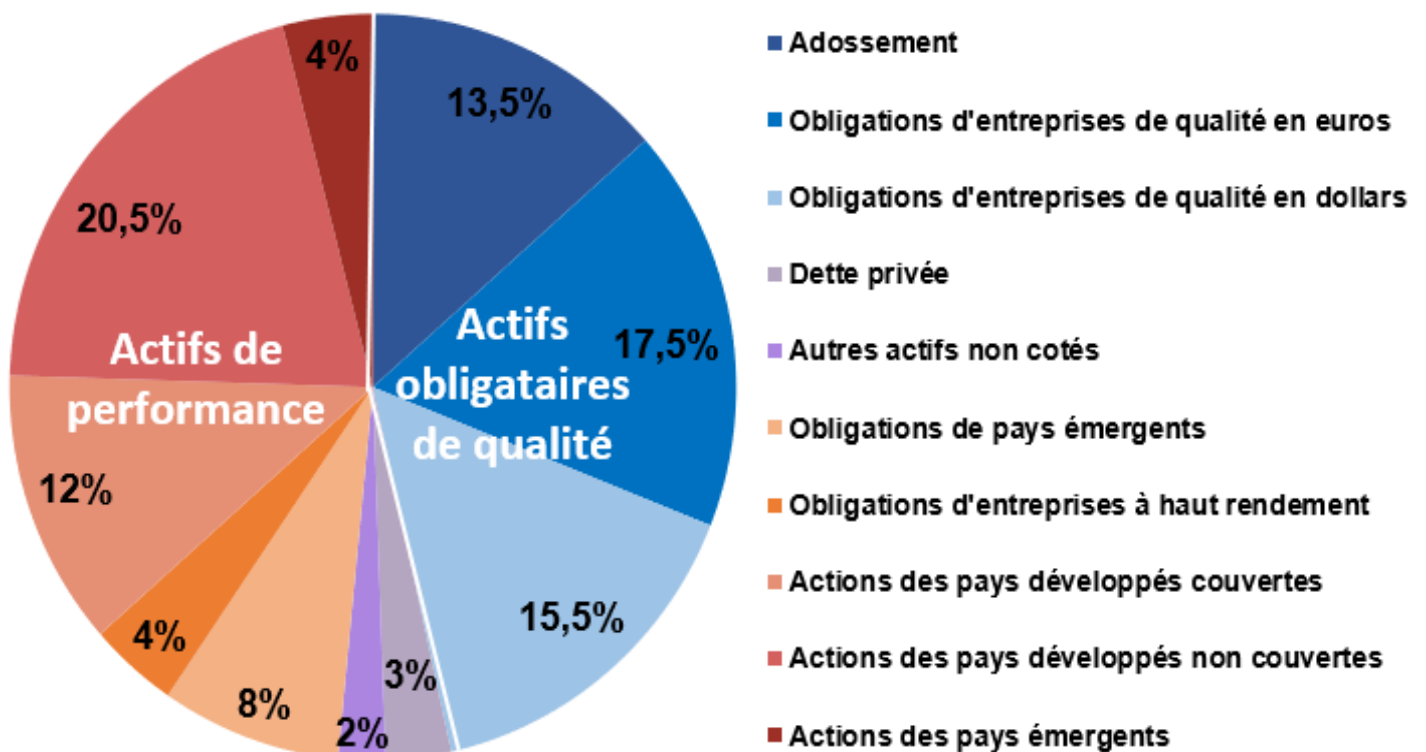
Au-delà de l'existence de la prime d'illiquidité – dont la présence n'est pas toujours avérée lorsque les investisseurs sont pris simultanément d'un amour immodéré pour les actifs illiquides – il est indéniable que les actifs illiquides stabilisent l'actif affiché d'un portefeuille, le parfait exemple en étant donné par les mouvements de marché du 4^e trimestre 2018.

Ainsi si l'on prend les résultats 2018 de quelques grands investisseurs internationaux, les plus mauvaises performances ont été le fait du fonds de pension japonais GPIF (- 7,7 %) et du fonds pétrolier norvégien (-6,1 %). Contrairement à la plupart des autres grands investisseurs internationaux (fonds de pensions canadiens, australiens, néerlandais, nordiques, etc...) ces deux institutions ont en commun de n'avoir presque pas d'actifs illiquides dans leur portefeuille et elles ont donc subi de plein

fouet la correction des marchés cotés au 4^e trimestre sans aucun lissage par les performances des actifs illiquides.

La performance du FRR en 2018 (-5,16 %) traduit elle aussi la très faible part des actifs illiquides (moins de 5 % du total), cette carence étant le reflet de la contrainte d’horizon d’investissement découlant de la réforme des retraites de 2010. En effet, le terme de l’échéancier des paiements annuels dus par le FRR à la CADES, l’année 2024, a été tacitement interprété comme l’horizon auquel le FRR devrait être en mesure de liquider tous ses actifs résiduels pour pouvoir en verser le produit à l’Etat. Ceci a notamment interdit au FRR de constituer une poche d’investissements immobiliers significative qui lui aurait été très utile. On rappellera qu’en 2010 le FRR était sur le point d’attribuer deux mandats d’investissement immobilier pour 1 milliard d’euros au total mais qu’il a dû interrompre le processus en raison des profondes incertitudes qu’annonçait la réforme des retraites.

Allocation stratégique 2019 du FRR



2) Les bénéfices pour le pays :

Le capital patient permet un financement sain de l’économie et le développement de nos entreprises afin qu’elles restent sous pavillon français et créent davantage d’emplois.

En particulier le capital patient est un atout majeur pour le financement de l’innovation. Ceci est particulièrement évident dans le cas américain où la présence de grands investisseurs sophistiqués permet depuis des décennies un financement abondant pour les activités de capital risque. Ce terreau favorable a permis l’éclosion des entreprises qui dominent largement la nouvelle économie numérique mondiale. Ceci s’est accompagné de rendements très élevés pour les investisseurs et notamment les fonds de pension nord-américains.

Un pays qui dispose d'une épargne à long terme abondante aura tendance à enregistrer un excédent de sa balance des paiements courants. Ceci est typiquement le résultat de l'existence de systèmes de retraites par capitalisation et s'observe par exemple aux Pays-Bas, en Australie et dans les pays nordiques dans une certaine mesure.

Le lien entre système de retraite par capitalisation et excédent de la balance des paiements courants n'est évidemment pas absolu comme en témoignent les déficits structurels des Etats-Unis. De même, les excédents courants de l'Allemagne sont davantage le reflet de la spécialisation de l'économie allemande dans l'industrie (fort excédent des échanges de biens) et d'une préférence pour l'épargne d'une société vieillissante depuis longtemps (trop d'épargne par rapport aux projets d'investissement domestiques implique l'exportation de capitaux et donc une baisse du taux de change qui devient hyper compétitif par rapport à la puissance industrielle du pays).¹

Mais ce constat des indéniables avantages de la disponibilité de capital à long terme pour les investisseurs d'un pays et pour la société elle-même ne peut pas conduire à recommander de toujours accroître l'épargne à long terme.

Au niveau mondial, tous les pays ne peuvent évidemment pas être exportateurs de capitaux et donc un mercantilisme financier généralisé se heurterait à l'identité comptable mondiale entre épargne et investissement. En outre une recherche excessive d'épargne peut faire baisser le rendement réel de l'épargne jusqu'à le rendre négatif. L'épargne n'est plus alors un sacrifice de consommation immédiate pour une consommation supérieure dans le futur mais traduit la hantise de ne pas avoir assez de revenus pour ses vieux jours. Ceci est la marque d'un système de retraite non optimal dans ses paramètres ou d'un fort déséquilibre démographique.²

Dans tous les cas, un système de retraite uniquement par capitalisation n'est pas une panacée, notamment en ce qu'il n'assure pas une solidarité inter générationnelle et qu'il met les futurs retraités à la merci des circonstances de marché lorsque les règles de liquidation des pensions sont trop rigides.

Que l'on songe ici aux cohortes de retraités britanniques dont le niveau de vie a été laminé lorsqu'au moment de convertir en annuité viagère leur épargne retraite accumulée, ils se sont retrouvés victimes de la considérable baisse des taux obligataires nominaux et réels. Certains ont ainsi vu réduite de moitié la pension mensuelle avec laquelle ils allaient devoir vivre leur retraite.

Au total il ne s'agit nullement de décrier les systèmes de retraite par capitalisation mais de souligner l'importance d'un bon équilibre entre composante de répartition (typiquement les pensions d'Etat) et les composantes de capitalisation (certaines composantes du premier pilier, comme en Suède par exemple, et les 2^e et 3^e piliers d'une façon générale).

1 L'union monétaire européenne, qui par construction déborde les frontières nationales révèle des membres sur-exportateurs et des membres sous-exportateurs. A noter que le même constat peut être fait pour des régions au sein d'un même pays. Ainsi la région lyonnaise est probablement structurellement exportatrice nette du fait de son puissant tissu industriel

2 Le meilleur investissement est l'investissement en richesses humaines, c'est-à-dire un nombre suffisant mais pas non plus excessif de naissances pour assurer un équilibre démographique et une forte priorité sur la formation de capital humain sous l'angle qualitatif, c'est-à-dire l'éducation et la formation.

COMPTE RENDU DE LA RÉUNION DU G7 DES FONDS DE PENSIONS D'AOÛT 2019

Les objectifs de Développement Durable («ODD») sont désormais incontournables pour le secteur financier

Nicolas J. Firzli
Directeur Général du World Pensions Council (WPC)
Conseiller auprès du Groupe de la Banque mondiale (GBM) pour le Global Infrastructure Facility (GIF)
Cofondateur du Singapore Economic Forum (SEF)



De gauche à droite : Suzanne BISHOPRIC, Directrice Global Sovereign Advisors(GSA) ; Nick SHERRY, ancien Ministre Australien des Retraites (Superannuation) et du Droit des Entreprises ; Dr Iuliia SHPAK, Cofondatrice Singapore Economic Forum (SEF), Jean-Pierre MAUREAU, Président du Club des Investisseurs de Long Terme du CPF, Georg INDERST, Économiste, auteur du rapport de la Banque Asiatique du Développement (BAD) sur les investissements en infrastructures dans les pays émergents.

L'édition 2019 du G7 des fonds de pension (« G7 Pensions Dialogue») s'est tenue à Saint-Jean-de-Luz le 26 août 2019, en marge du 45^e sommet du G7 (24–26 août 2019). Ce séminaire était organisé conjointement par le World Pensions Council (WPC), le Singapore Economic Forum (SEF) et Africa Investor magazine, avec le soutien de la CFA Society de New York et du Club des Investisseurs de Long Terme (CILT) du Centre des Professions Financières (CPF).

Les ateliers furent retransmis en partie en direct (« règle de Chatham House ») et en partie sur les réseaux linkedin et youtube. Un documentaire reprenant les moments-clés de la conférence a également été présenté à Westminster et Washington, pendant l'assemblée annuelle du Groupe de la Banque mondiale (GBM).

Les Objectifs de Développement Durable («ODD») désormais incontournables pour le secteur financier.

Les allocutions d'ouverture prononcées par Nicolas FIRZLI et par Hubert DANSO, Président du conseil d'orientation du Continental Business Network de l'Agence de Développement de l'Union Africaine (AUDA-NEPAD), ont notamment salué les avancées en matière de co-développement et le renforcement de l'aide aux pays du G5 Sahel adoptés grâce à la présidence française. Puis Valerie EASMON GEORGE, administratrice, Local Government Pensions Scheme d'Islington et Suzanne BISHOPRIC, ancienne directrice des investissements du UN Joint Staff Pension Fund (UNJSPF), la Caisse commune des pensions du personnel des Nations Unies, ont animé un atelier liminaire consacré au renforcement du rôle des femmes au sein des conseils d'administrations et à la tête des grandes entreprises – dans les pays en voie de développement Mais aussi « dans les pays développés, où il y a encore beaucoup de travail à faire dans le domaine! »

Lors des différents panels, quelques interventions notables:

- Michael URBAN, économiste suisse-romand du centre de recherche « Société, Transformation et Justice » de l'université d'Oxford, a traité des dernières avancées en matière d'exclusion des entreprises fortement polluantes des portefeuilles des fonds de pension et, de manière plus « radicale », des portefeuilles de prêts octroyés par les banques d'affaires de Wall Street et de la City de Londres : « Les images des flammes qui ravagent l'Amazonie symbolisent une société qui vacille face aux enjeux climatiques et sociaux du XXI^e siècle. Alors que les débats politiques font rage, l'industrie financière, elle, peine à trouver ses marques dans ce monde qui se transforme... Année après année, la masse sous gestion des investissements durables ne cessent de grandir. La Global Sustainable Investment Alliance l'estime à hauteur de 30,7 milliards de Dollars-US. Aujourd'hui, peu d'établissements financiers ne se targuent pas d'investir pour le bien de la planète et ses habitants... Mais, curieusement, les mêmes établissements qui vendent des solutions d'investissement écologiquement et socialement durables continuent à lever des capitaux pour les entreprises directement impliquées dans le changement climatique et dans des violations des droits de l'Homme. » Le Dr. URBAN insista sur le fait que « cette dissonance résulte d'un déficit de gouvernance majeure. En effet, malgré la crise de 2008, l'industrie financière préserve son statut dit 'd'intermédiaire amoral'. Les banques offrent leurs services là où le risque économique est calculable et, si possible, externalisable. De la même manière que les contribuables américains ont payé les frais de la structuration de prêts hypothécaires frauduleux, les générations futures payeront les conséquences des flux de capitaux qui supportent le charbon, la déforestation, la malnutrition et le travail sous-payé. Force est de constater que la vague de régulation qui a suivi la crise financière n'a adressé que les risques systémiques dont nous avons déjà fait les frais—symptôme de notre difficulté persistante à nous projeter dans l'avenir. »



De gauche à droite : David WEEKS, Co-Chairman, Association Nationale des Administrateurs de Fonds de Pension britanniques (AMNT) ; Nick SHERRY, ancien Ministre Australien des Retraites (Superannuation) et du Droit des Entreprises ; Michel URBAN, Économiste, Institut d'Études Géographiques et Environnementales Université d'Oxford ; Dr Iuliia SHPAK, Cofondatrice Singapore Economic Forum (SEF) ; Nicolas FIRZLI, Directeur Général World Pensions Forum (WPF/WPC)

Les recherches conduites conjointement par Michael URBAN et le Professeur Dariusz WÓJCIK se sont focalisées sur les pratiques en la matière des banques d'investissement, et, plus particulièrement, sur 13 années récentes d'émissions d'actions et d'obligations garanties par des syndicats bancaires, en utilisant les critères d'exclusion du fond souverain norvégien, le Government Pension Fund-Global (GPF), dont les actifs sont gérés par Norges Bank, la toute-puissante banque centrale de Norvège : «au total, notre étude démontre que les entreprises [responsables de dommages environnementaux et de santé publique collatéraux majeurs, de violations des droits de l'Homme etc.] ont levé près de 763 milliards et généré près de 6.1 milliards de dollars-US en revenu net pour les banques participantes» sur la période étudiée.

De gauche à droite : Valerie EASMON GEORGE, administratrice, Local Government Pensions Scheme, LGPS Islington, déléguée syndicale, Hackney UNISON, Suzanne BISHOPRIC, ancienne directrice des investissements, UN Joint Staff Pension Fund (UNJSPF), Chris SMITH, administrateur, LGPS Westminster, secrétaire de la section locale du syndicat UNISON.

- Chris SMITH, membre du conseil d'administration du Local Government Pension Scheme (LGPS), caisse de retraite des employés municipaux de Westminster, Secrétaire de la section locale du syndicat UNISON, met l'accent sur «le rôle de révélateur» que peuvent jouer les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) : c'est ainsi que, sous l'influence d'administrateurs [trustees] indépendants, progressistes et éclairés, des fonds de pension publics britanniques ont réussi à échapper à des investissements éthiquement contestables et financièrement désastreux tels que Volkswagen [scandale du diesel] et Deepwater Horizon [pollution occasionnée par

les forages en eau profonde de British Petroleum au large de la Louisiane qui valurent à BP des amendes record].

Les participants présents au G7 des fonds de pension ont constaté que ce réel problème de gouvernance au sein de certaines grandes banques d'affaires anglo-saxonnes et multinationales industrielles pose également la question de la gouvernance des investissements pour les fonds de pension et fonds souverains qui leur font parfois «confiance aveuglement». Cette nécessité impérieuse d'une «gouvernance holistique, qui se déploierait constamment tout au long du cycle d'investissement, des administrateurs aux représentants du personnel en passant par les dépositaires» a également constitué le thème central de la table ronde Objectifs de Développement Durable (ODD) dirigée par Nick SHERRY, membre du conseil d'administration de FNZ, entreprise de technologie financière, filiale de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDP-Q), et ancien ministre des fonds de superannuation (Australian Minister for Superannuation and Corporate Law), à l'origine du «Miracle Australien» en matière de retraites – les actifs cumulés des fonds de pension du pays représentant environ 140% du PNB, contre 10% à peine pour l'Allemagne et pour les pays d'Europe continentale (à l'exception de la Suisse et de la Hollande).

- Nick SHERRY insista sur le fait que «ce miracle repose sur des bases financières et actuarielles bien réelles : un système de retraite par capitalisation avec 9,5% de contributions obligatoires quel que soit le secteur En quelques années à peine cette nation dont la population est comparable à celle de la Roumanie ou de la Floride est devenue “la troisième puissance mondiale en matière de richesse détenue par les fonds de pension, avec l'équivalent de \$ 2 trillions (Dollars US).”
- Nicolas FIRZLI a noté que «cet afflux massif de capitaux domestiques a permis l'émergence de la place financière de Sidney, devenue au cours des années 2010 un acteur majeur dans le domaine de la gestion de fonds, notamment pour ce qui est des classes d'actifs les plus dynamiques – private equity, capital-risque et infrastructure : en un temps record, Hill Samuel Australia, simple filiale locale d'un agent de changes londonien employant deux expatriés britanniques, est devenu Macquarie Group, géant de la gestion d'actifs en Asie-Pacifique et aux États-Unis, créant au passage des dizaines de milliers d'emplois qualifiés en Australie, et permettant par ses donations grandissantes de financer de nombreux centres de recherche universitaires à travers le pays.

De gauche à droite : Vincent BAZI, World Pensions Council, nextstage, Georg INDERST, auteur du Rapport de l'OCDE sur les investissements en infrastructure, Jean-Pierre MAUREAU, Club des Investisseurs de Long Terme, Rt. Hon. Nick SHERRY, ancien ministre australien, membre du conseil d'administration, FNZ, cofondateur du Singapore Economic Forum, et Nicolas FIRZLI, World Pensions Council, conseiller auprès du Groupe de la Banque mondiale pour le Global Infrastructure Facility (GIF)

- Nick SHERRY a également insisté sur le rôle essentiel que joue les trustees : les administrateurs des fonds de pensions, nommés ou élus en grande partie par les employés eux-mêmes – ce qui permet aux futurs retraités de mieux piloter et contrôler les investissements faits en leurs noms, avec leurs cotisations. La loi est claire: “les trustees doivent investir au mieux, dans l'intérêt des membres-cotisants, et personne d'autre!”... David Weeks, président du conseil d'administration de la UK Association of Member Nominated Trustees (AMNT), association nationale représentant les trustees britanniques, approuva cette approche, «également présente aujourd'hui en droit anglais», mais de manière moins absolue. Il expliqua également que «la plupart des trustees australiens adoptent –à raison– une allocation d'actifs médiane du type 50 à 55 % actions (domestiques et internationales), 10 à 15 % en infrastructures [une proportion 10 à 12 fois plus élevée en moyenne que celle des fonds de pension européens], 5% pour les actifs alternatifs [essentiellement private equity], et, enfin, seulement 25% en obligataire et monétaire... une allocation qui s'est avérée être payante sur longue période...

Mais, aujourd'hui, la croissance des actifs se fait de plus en plus en direction de l'étranger [l'argent frais étant en grande partie investi en Asie, en Europe et aux États-Unis], ce qui rend ces investissements naturellement plus complexes.»

- Jean-Pierre MAUREAU président du Club des Investisseurs de Long Terme (CILT) du Centre des Professions Financières (CPF) accueille avec intérêt les propos de ses homologues australiens et britanniques : la notion de «trusteeship» ou «gouvernance fiduciaire», issue de l'Ancien Droit français (et plus particulièrement du droit coutumier du nord de la France) permet «d'autonomiser, et, partant, de mieux responsabiliser les preneurs de décisions économiques et les administrateurs en charge de piloter leurs activités – ces derniers étant incités à s'impliquer de manière active et responsable dans la «vie financière» de leur institution de retraite, tout au long du cycle d'investissement ... Ainsi, liberté rime avec responsabilité. »

Le projet français de réforme des retraites remis à nouveau sur le métier, depuis environ 18 mois, peine à se réapproprier ce mot de «gouvernance». Notamment, parce que très peu est dit sur l'ampleur des engagements et sur la gestion financière des réserves nécessaires compte tenu de la démographie notamment, à l'équilibre financier futur des régimes. Les écarts très importants entre la «gestion» des caisses des personnels de la fonction publique en général (régimes spéciaux compris), la gestion des caisses des professions libérales où des réserves significatives ont souvent été constituées, et celles des salariés du privé pour lesquelles l'AGIRC-ARRCO, avec un régime en points, a remarquablement bien géré les différents chocs auxquels elles ont dû faire face (retraite à 60 ans...), montrent une mosaïque très contrastée. La perspective d'un régime unique, refondu et géré par l'État ou l'un de ses bras armés, même contrôlé par l'Assemblée Nationale ou des comités ad hoc, laisse craindre à certains une gestion politique, heurtée et finalement court termiste. Jusqu'à présent les caisses AGIRC ARRCO, avec le paritarisme, et les caisses des professions libérales, avec leurs système de représentation, ont été des acteurs stables, et, à leur échelle, significatifs du financement de l'économie par des investissements en capital. L'évolution des marchés et les exemples étrangers les ont conduits, dans une approche plurielle, à mieux considérer, depuis quelque temps, le non-coté et les infrastructures. Ces dernières classes d'actifs, souvent stratégiques dans le fonctionnement des économies nationales sont encore peu représentées dans les portes feuilles des institutionnels français.

- Vincent BAZI, président du World Pensions Council (WPC) et membre du conseil de l'Association of International Wealth Management (AIWM), rappela que la «montée en puissance des actifs réels – private equity, capital-risque, immobilier et infrastructure» – constitue en fait un «retour aux sources»: Benjamin Graham (Columbia Business School, New York Society of Securities Analysts) et Georges Doriot (HEC, Harvard, et fondateur de l'INSEAD) conseillaient à leurs disciples d'utiliser les outils de l'analyse financière moderne dans tous les secteurs, sur toutes les classes d'actifs, «exactement ce que fait le plus célèbre d'entre eux, Warren Buffett, depuis un demi-siècle avec Berkshire Hathaway, en associant avec succès actions cotées et non-cotées.»

- Enfin, Georg INDERST, auteur d'un Rapport de l'OCDE sur les investissements en infrastructure et conseiller auprès du centre de recherche et prospective de la Banque Asiatique de Développement (ADB), insista sur la «dimension politique», trop souvent ignorée par les «nouveaux entrants» souhaitant déployer leurs capitaux vers «cette nouvelle classe d'actifs que constituent les investissements en infrastructure : ce risque pays va bien au-delà du simple risque d'évolution juridique et réglementaire... car les actifs d'infrastructures sont souvent perçus comme étant stratégiques [y compris au sens militaire du terme], c'est le cas par exemple des aéroports et des réseaux de télécommunication.» On pense ici notamment aux débats passionnés entourant les infrastructures de réseaux 5G du géant chinois Huawei et à la privatisation programmée des Aéroports de Paris (Groupe ADP). L'expert anglo-italien a également mis en garde contre de possibles

déconvenues pour les fonds de pension désireux d'investir massivement en infrastructures existantes (dite «brownfield»), «à l'heure où peu d'états semblent réellement enclins à se lancer dans de grands programmes de privatisations et que le modèle des partenariats-publics-privés (ppps) est contesté par une partie de l'opinion publique»...

Ces travaux seront repris et développés en février 2020 lors du Singapour Economic Forum (SEF) et lors du prochain G7 des Fonds de Pensions en juin 2020.

* Les retranscriptions et conclusions exprimées dans l'article sont celles de l'auteur et ne représentent donc pas les points de vue du Forum économique de Singapour (SEF), du World Pensions Council (WPC), ou du Global Infrastructure Facility (GIF) du Groupe de la Banque mondiale (GBM) ou de l'un de leurs membres

UNE PISTE POUR DÉVELOPPER L'ÉCONOMIE DU XXI^e SIÈCLE : VALORISER ET COMPTABILISER LES RH COMME DES ACTIFS

Arnaud Muret
Docteur en socio-économie de l'innovation
École des Mines de Paris
le 11 octobre 2019

a) La société française du XXI^e : une société d'économie de service.

En 2018³, la France est la sixième puissance économique mondiale selon la banque mondiale et le FMI et la troisième puissance économique européenne avec un PIB nominal de 2 775 milliards US\$ (FMI, 2018). Une analyse de la structuration de l'activité économique française montre qu'elle est principalement centrée sur une économie de services. En 2015, le secteur tertiaire occupait 76,7 % de la population active, tandis que le secteur primaire (agriculture, pêche, etc.) n'en représentait plus que 2,8 %, et le secteur secondaire (essentiellement l'industrie, on y inclut la construction) 20,5 %.

Le secteur tertiaire⁴ recouvre un vaste champ d'activités qui va du commerce à l'administration, en passant par les transports, les activités financières et immobilières, les services aux entreprises et les services aux particuliers, l'éducation, la santé et l'action sociale. Le périmètre du secteur tertiaire est de fait défini par complémentarité avec les activités agricoles et industrielles (secteurs primaire et secondaire). Aujourd'hui ce champ occupe près de 20 millions de personnes, c'est 30 % de plus qu'en 1990. En 2008, il représentait 1359 Mds euros de valeurs ajoutées⁵ tandis que le secteur secondaire en produisait de l'ordre de 467 Mds euros. De nombreux travaux faits depuis plus d'une dizaine d'années montrent que le secteur tertiaire a encore des marges importantes de croissance. Pour financer cette croissance, quels sont les leviers?

b) Le système bancaire inadapté pour financer l'économie du XXI^e siècle.

En 2016, il y a eu en France selon Insee 486,7 Mds euros d'investissements⁶. Ces investissements se décomposent ainsi par secteur : primaire : 1,3 Mds euros, secondaire (industrie, construction) : 319,1 Mds euros et le tertiaire : 166,3 Mds euros. Les investissements du secteur secondaire représentent les deux tiers (66%) des investissements totaux contre 34 % pour le tertiaire alors que ce dernier représente les trois quarts de l'activité de la population active. Cette distorsion trouve son explication dans le mécanisme de dévolution des crédits nécessaires à l'investissement au sein du secteur bancaire, public ou privé. Dans les pays européens ce mécanisme s'est structuré au cours de la période d'industrialisation au XIX^e siècle. Il repose sur des crédits destinés à acquérir des actifs tangibles : matériels, machines, bâtiments, infrastructures ...

Ce mécanisme de financement est particulièrement bien adapté pour financer les secteurs primaire et secondaire. Il a été conçu et développé dans des périodes où ces secteurs étaient dominants et a montré sa très grande efficacité. Au cours du XX^e siècle, les outils de financement bancaire ont été affinés pour financer la recherche et le développement mais de façon très limitée ; et il y a toujours des difficultés à financer la recherche autrement que par fonds propres. C'est un problème sérieux pour des pays comme la France où les investissements en fonds propres sont – pour des raisons structurelles qui ne seront pas développées ici – insuffisants et bien inférieurs à ce qu'ils sont dans les pays concurrents.

On peut observer plus précisément que les outils financiers butent principalement sur le financement de la ressource humaine.

³ Source Wikipedia : Économie de la France

⁴ Insee, TEF, édition 2016 - Insee Références, p54 - 4.7 Emploi par activité

⁵ Insee, L'économie française en 2009, p. 149

⁶ Insee Références, édition 2017 – Fiches p.129- tableau : Évolution de l'investissement de l'ensemble des secteurs, en volume au prix de l'année précédente, par produit

Dans une entreprise utilisant des robots, s'il est nécessaire de faire évoluer les logiciels de ces robots afin qu'ils soient plus productifs, il est possible de trouver un financement par crédit, pour cette évolution de logiciel. Cette dépense sera assimilée à un investissement. Le propre d'un investissement est d'être porté à l'actif dans les comptes de l'entreprise – avec des règles fiscales et/ou comptables très précises. Il en sera tenu compte pour valoriser l'entreprise – par exemple lors de sa cession ou d'une augmentation de capital.

En revanche, si cette même entreprise pour accroître sa productivité forme ses collaborateurs, cette dépense de formation sera une charge – définitive au sens comptable - pour elle. L'entreprise ne pourra en aucun cas inscrire cette dépense à son actif et la considérer comme un investissement valorisable (quitte à prendre en compte un amortissement, qui peut être différent pour les comptes sociaux et pour les comptes fiscaux).

Or dans une économie de service - l'économie du XIX^e siècle sera une économie de services - l'activité repose essentiellement sur l'humain. Les chiffres précédents montrent combien le secteur tertiaire sous investit en regard du secteur secondaire. Cette situation doit être corrigée. Il faut que l'on puisse investir sur l'homme.

Le paradoxe est que l'on n'a jamais autant parlé du capital humain des entreprises mais que ce capital ne peut être ni valorisé comptablement ni financé par emprunt. Dans un pays tel que la France, il existe des dispositifs pour soutenir le capital humain : c'est le financement de la formation. Mais ces financements administrés ne couvrent pas tous les besoins car ils sont désormais pour l'essentiel en appui des politiques publiques. Ils y répondent pour partie et se fondent sur des taxes qui sont redistribuées. La formation est une économie principalement administrée puisque le marché de la formation est financé à 60 % par des ressources publiques ou parapubliques, le reste par des ressources privées comptabilisées en charge courante qu'il faut revitaliser.

c) La clé : modifier le plan comptable et le système devient vertueux

Une voie pour sortir de ce paradoxe et entrer dans l'économie du XXI^e siècle serait de faire qu'une dépense qui est une charge sur un individu devienne un investissement, un investissement à long terme. Il s'agit alors de traduire par une grandeur économique ce que la formation induit comme levier de compétitivité et par extrapolation comme levier de compétitivité économique de l'entreprise. Or la compétitivité économique dans son approche classique désigne la capacité d'un secteur économique, d'un territoire, d'une entreprise, à vendre et fournir durablement un ou plusieurs biens ou services marchands sur un marché donné en situation de concurrence. Elle s'évalue au travers de la dynamique des parts de marché. Elle résulte de la capacité à être compétitif sur les prix, à proposer régulièrement des innovations et des services additionnels.

Or les études de trajectoire des entreprises sur du long terme démontrent que si le personnel n'est pas formé régulièrement, l'entreprise ne peut pas s'adapter aux nouvelles évolutions et donc rester compétitive notamment sur la durée. La formation est donc un élément constitutif du capital humain dans la réussite de l'entreprise. Dépenser dans la formation de ses salariés, c'est pour l'entreprise se garantir une création de valeur à long terme, ce qui revient à la définition d'un investissement. Pour autant, ce mécanisme d'investissement n'existe pas aujourd'hui dans les comptes de l'entreprise.

Une piste serait de pouvoir faire modifier le plan comptable des entreprises afin de pouvoir faire entrer la dépense de formation comme un actif dans le bilan (amortissable en une année pour le fisc, sur plusieurs années comptablement). Cela nécessite une modification du plan comptable.

Le jour où il sera possible de mettre dans la comptabilité des entreprises la dépense de formation comme un actif et non comme une charge alors il deviendra possible au système bancaire de le financer.

Les conséquences sur la gestion des entreprises tant au plan financier qu'à celui de la gestion de ses ressources humaines seront considérables. En effet, plus une entreprise investira dans la formation de ses salariés et aura un faible taux de rotation de son personnel plus sa valeur économique sera importante. Ce mécanisme d'investissement remettra au centre de l'entreprise la valeur « Hommes »

et ce quelle que soit la taille des entreprises. Ce mécanisme rendra plus facilement éligible au crédit bancaire ou à un co-investissement toute entreprise qui aura un besoin de financement pour son personnel.

Cette approche nécessitera de repenser la gestion des ressources humaines comme un actif stratégique de l'entreprise et cela traduira la pensée de Jean Baudin « qu'il n'est de richesses que d'Homme ». Le coût d'un licenciement ou de toute autre forme de perte de personnel apparaîtra aussi à sa juste valeur : c'est un actif – au sens comptable aussi – de l'entreprise qui disparaîtra et se traduira par une perte – au sens comptable aussi.

ACTIONS COTEES ET NON COTEES

Jean-Jacques Perquel
15 Décembre 2019

Dans une période préhistorique, c'est-à-dire dans la deuxième moitié du XX^e siècle, la Bourse-actions était, après l'autofinancement et avant l'endettement à long terme, le mode fondamental du financement de l'investissement. À la différence avec les pays anglo-saxons où ce type d'investissement était considéré comme fondamental, la Bourse-actions en France se heurtait à deux types de difficultés.

a) Le public, inspiré par le sacro-saint principe de précaution, préférait acheter des obligations, même à des taux sensiblement inférieurs au taux de l'inflation. On peut à ce sujet rappeler que Monsieur de Norpois conseillait au jeune Proust (avant 1914 mais écrit en 1923) de placer les fonds de la succession de la tante Léonie en obligations françaises et russes : « le rendement est faible mais au moins elles sont sûres ».

b) De même, les chefs d'entreprise avaient peur de perdre le contrôle de leurs entreprises en faisant appel à la bourse. Cet état d'esprit reflétait une pensée caractérisée par l'existence du concept de protection du droit de propriété. Ainsi Thiers expliquait qu'il était « scandaleux que de nouveaux industriels viennent concurrencer des entreprises établies depuis plusieurs générations. »

Le XXI^e siècle est marqué par une transformation :

a) La collecte de fonds est de plus en plus effectuée par des organismes spécialisés (fonds de pensions, *mutual funds* (USA), *unit trusts* (Grande -Bretagne), tous types d'OPCVM). Ceux-ci deviennent de plus en plus importants. Citons quelques exemples mondiaux : les *mutual funds* de toutes espèces gèrent 11,5 trillions de dollars. Les *Exchange Trading Funds* (E.T.F.) détiennent maintenant plus de 5.600 milliards de dollars en titres de toutes natures. Les fonds souverains des pays du golfe gèrent, semble-t-il, 2.500 milliards de dollars, le fond norvégien 919 milliards d'euros etc. En outre les états encouragent les placements en fonds en imposant les plus-values des particuliers et en ne taxant pas les mouvements à l'intérieur des fonds. Aux États-Unis, les fonds gèrent 41 % du capital investi. On voit ainsi quelle est la puissance de ces organismes qui ne peuvent se contenter d'acheter (ou de vendre) des titres par de petites opérations journalières. Aussi ont-ils demandé et obtenu des avantages pour la fixation des cours des titres sur lesquels ils opèrent. Puis ils ont pensé que pour des opérations importantes, passer par la bourse, avec la lourdeur des introductions (I.P.O) pour coter des titres, il était préférable de faire des opérations hors marché.

b) Le public, en tout cas en France, a été incité au nom de l'esprit de précaution à placer ses économies en assurance-vie - obligations d'État et en caisse d'épargne. Cela présentait le double avantage de fournir des fonds à un Trésor impénitent et de supprimer aux gouvernements la possibilité de subir des plaintes chaque fois que le marché-actions baisse. Cela nous oblige à analyser les deux marchés et voir pourquoi le marché des titres non cotés se développe plus vite que le marché boursier, mais n'arrive pas à le détrôner.

En fait la notion du non-coté est un peu inexacte car s'il existe trois types d'opérations, celles qui portent sur des titres cotés sur des marchés règlementés, celles qui ne sont cotées nulle part et qui sont de ce fait les vrais titres non cotés et enfin celles qui sont cotées mais négociées hors marché, les opérateurs ne trouvant pas assez de titres non cotés valables pour utiliser les fonds que des investisseurs leur ont apportés, ces deux dernières opérations doivent être étudiées comme du non-coté.

I. Avantages du non-coté

Ils sont triples : ils permettent de déplacer des blocs de titres importants, de fixer des cours à des prix qui puissent paraître raisonnables aux deux parties et d'éviter les nombreux défauts de la Bourse.

1. Il n'y a de limite à la taille des transactions que les possibilités financières de l'acheteur. Deux cas d'espèce doivent être considérés.

a) Le bloc de titres négocié porte sur des actions cotées. Il faut faire référence à la Bourse, en ne s'éloignant que peu des cours cotés (quitte à influencer le marché en sacrifiant quelques titres (ou en achetant). On peut dire que la négociation se traite approximativement *market to market*. Ces transactions deviennent de plus en plus importantes à mesure que les institutions détentrices de titres augmentent leur pouvoir d'achat et que la production de sociétés non cotées ne s'accroît pas aussi vite.

b) Les blocs de titres non cotés posent de sérieux problèmes de prix puisqu'il manque un critère : l'évaluation psychologique issue du marché.

2. En effet les titres non cotés n'ont pas de référence boursière directe. Deux cas peuvent se produire.

a) On rachète une société pour une raison non comptable, exemple le désir d'ajouter une marque à son catalogue ou d'obtenir que le patron de la société rachetée se joigne à l'équipe de la société acheteuse etc. Le prix peut être dans ce cas éloigné de la valeur comptable, mais il y aura l'obligation de passer en *goodwill* (survaleur) l'écart avec la valeur comptable, avec l'obligation pour l'acheteur de le déprécier en fonction de la non rentabilité de la part non comptable de l'investissement. Hors *goodwill*, la juste valeur va chercher à se rapprocher de l'évaluation de valeurs semblables cotées, en effectuant une certaine décote due au manque de liquidité des titres non cotés. On parle alors de *market to model*.

b) Dans le cas où on veut s'engager dans une transaction purement comptable et s'il n'y a aucun modèle de référence, il reste deux possibilités que l'on peut d'ailleurs combiner : la valeur à la casse ou aux coûts amortis des achats d'actifs ou d'autre part à la valeur actualisée des bénéfices espérés. Mais cette seconde approche n'est plus valable actuellement vu qu'à zéro de taux d'intérêt, toute valeur mobilière prend une valeur... absurde. On peut sortir de cette anomalie fixant un taux actuariel de référence, mais cela est tout à fait arbitraire.

3. Les défauts de la bourse

Il y en a essentiellement trois : la lourdeur administrative tant de l'introduction que du suivi de la cotation, la volatilité des titres et l'étroitesse des marchés

a) La structure et les obligations liées aux marchés réglementés s'expliquent par le souvenir de la période qui a précédé les ouvertures des marchés entre 1986 1990. Il fallait expliciter la situation des sociétés à la « veuve de Carpentras ». Cette notion de transparence s'est amplifiée au point de tomber dans le ridicule avec le « PRIIPS », série de tableaux des entreprises (ou KIDS) permettant une évaluation objective des entreprises à partir d'évaluations subjectives de leurs résultats futurs. Ainsi une introduction demande des délais, un coût important surtout d'ailleurs en faveur des intermédiaires chargés du management de l'introduction et du placement des titres proposés à la vente au public.

-
- b) La volatilité des titres sur le marché peut être très forte, remettant partiellement en cause l'utilisation du cours (lequel ?) comme base de référence de transactions importantes ou de référentiel en cas de *market to model*.
 - c) Enfin l'étroitesse des marchés incite les opérateurs à chercher à négocier leurs opérations sur des plateformes où interviennent des opérateurs importants, celles-ci faisant le lien avec les opérations menées sur les bourses nationales. Bien plus on a tout fait pour rendre le cours coté illisible. Comme le disait Maurice Allais, l'existence de marchés continus est une erreur car pour avoir un cours fiable, il est important de concentrer à un moment donné un maximum d'ordres. On a aggravé cette situation en multipliant dans le monde entier des plateformes en concurrence les unes avec les autres et en inventant des techniques qui, comme les *flash orders* (ou *High Frequency Trading*) n'apportent aucun ordre réel au marché. Enfin il faut tenir compte des interventions des *raiders* dont le rôle consiste à inciter les sociétés à améliorer leur rentabilité à court terme au risque de les détériorer sur le long terme.

Malgré ces difficultés, la bourse reste importante. L'Aramco vient d'entrer en Bourse en levant 25,6 milliards de dollars. On voit qu'en fait la Bourse peut jouer encore un rôle majeur car elle possède certains avantages par rapport au marché des non-cotés.

II. Les avantages des marchés boursiers

Cela comprend deux séries de questions : les avantages propres du marché boursier et les difficultés que présentent les négociations de titres non cotés.

1 Les avantages des Bourses

Il y en a essentiellement deux : la multiplication de la collecte d'ordres et l'évaluation psychologique du cours réel des titres.

- a) La Bourse permet de collecter des fonds auprès du grand public (cf. le succès du placement des titres de la Française des Jeux). Les actionnaires privés présentent de nombreux avantages. Le taux de rotation de leur portefeuille est 10 fois moins rapide que celui des Institutions, en particulier à cause des impôts de plus-value. Cela donne au chef d'entreprise l'idée qu'une partie de son actionnariat le suivra même s'il passe par une période difficile. De même il y a une fidélité des actionnaires privés pour défendre leur président contre des *raids* de fonds-pirates qui opèrent en général pour obtenir des résultats meilleurs à court terme, fut-ce au détriment de l'avenir de la société-cible.
- b) La notion de marché suppose que l'on trouve un équilibre entre acheteurs et vendeurs. Même s'il n'y a plus un nombre très grand d'opérateurs privés, le cours reste un élément indispensable pour résoudre les problèmes *market to market* et même *market to model*. En outre il facilite le rachat d'entreprises avec règlement en espèces ou en actions.

2 les difficultés de la négociation des titres non cotés

Les transactions de titres non cotés posent trois séries de problèmes : l'évaluation des titres, le rôle dominateur de certains fonds et surtout le manque de liquidité.

- a) Comment doit-on évaluer des titres non cotés ? Doit-on prendre le coût amorti, la valeur à la casse, la valeur escomptée des bénéfices espérés (et dans ce cas-là, à quel taux de référence doit-on s'adapter ?). Telles sont les questions que l'on doit se poser s'il n'y a pas de référence boursière.

b) les E.T.F. gèrent des fonds importants (5 trillions de dollars). Les trois principaux - Black Rock, Vanguard et State Street - dominant le marché. Cela a deux conséquences. Une dépendance du marché à l'influence d'analystes qui se reconnaissent par l'émission d'un consensus qui réduit le caractère de formation concurrentielle que doit avoir le marché et comme la plupart des E.T.F. sont passifs, c'est-à-dire qu'ils ne font que suivre le marché, ils influencent les mouvements haussiers, ce qui est également préjudiciable à une recherche de cours qui corresponde à une évaluation nette de l'opinion du public concernant les valeurs mobilières.

c) Le problème le plus important est l'illiquidité des titres. En effet beaucoup de fonds sont construits comme des fonds ouverts, c'est-à-dire qu'ils se proposent de payer le jour même toute demande de remboursement de clients. D'ailleurs ils gardent une marge de liquidité (en général 20 % du fonds). Mais, par exemple, actuellement les résultats un peu décevants de certains fonds ont entraîné des sorties importantes. Cela a obligé des sociétés à bloquer les retraits, ce qui est prévu par les statuts mais fait une très mauvaise impression. C'est le cas en Suisse de la société GAM où les retraits ont fait passer en trois mois (juin à septembre 2018) des fonds de *private equity* de 84 milliards de francs suisse à 51 milliards, entraînant pour un des fonds de 11 milliards sa fermeture. À Londres chez Invesco un fond de 8,3 milliards de £ est tombé à 2,7 provoquant également une fermeture etc. Tous les pays sont concernés, et cela devrait faire réfléchir à comment on devrait améliorer le marché boursier pour qu'il soit aussi efficace que le marché du non-coté.

Conclusion

On voit ainsi le caractère complémentaire du non-coté et du coté.

a) Le non-coté facilite la restructuration de sociétés. Il se développe grâce à l'augmentation de la masse monétaire et sa collecte par les Institutionnels. Les fonds collectés augmentent même plus vite que les possibilités de placement. Ainsi, faute de trouver suffisamment de placements-actions, on développe des placements en *collateralized loan obligations* à taux élevés mais qui ne sont proposés que par des sociétés déjà très endettées. Mais les difficultés de négociation de ces titres en cas de ralentissement économique risquent de mettre en danger les détenteurs de titres non cotés, surtout s'ils doivent faire face à des sorties de fonds immédiates comme dans les *open-ends* immobiliers.

b) Les titres cotés ont comme vocation de fournir une cotation de référence et d'assurer aux entreprises des possibilités d'opérations financières ; augmentation de capital, rachat d'entreprises par paiement en titres, intéressement du personnel à l'efficacité de la gestion etc. Mais il est certain qu'il faudrait chercher à responsabiliser le marché. Pour cela, il faudrait éduquer le public en lui expliquant l'intérêt du risque et non pas en lui faisant peur de faire des pertes boursières. Il faut lui faire comprendre que la Bourse n'est pas un casino et qu'elle a une responsabilité dans le développement de l'économie et donc celui de l'emploi. Dans le même temps, il faudrait concentrer le plus possible les ordres de bourse en profitant des avantages de l'informatique qui permet de comparer les ordres du monde entier, surtout si l'on pouvait obtenir, sur le plan international, de réduire le nombre de cotations. Cela aurait entre autres avantages de supprimer les formes de spéculations style *flash orders* dont les bénéficiaires se font au détriment du public. Dans ces conditions, le marché financier serait pleinement efficace pour le développement économique des pays.

L'EFFET DES TAUX BAS OU NÉGATIFS SUR L'INVESTISSEMENT À LONG TERME

Ouverture du COLLOQUE : « LES IMPÉRATIFS DU LONG TERME »

Organisé par le Club des Investisseurs de Long Terme le 30 octobre 2019 (CILT)

Jacques de LAROSIERE



Monsieur Jacques de LAROSIÈRE, Gouverneur Honoraire de la Banque de France

Je voudrais ouvrir ce Colloque en réfléchissant avec vous sur la question :

« Quel est l'effet des taux d'intérêt bas ou négatifs sur l'investissement à long terme » ?

On croit parfois qu'une politique monétaire non-conventionnelle et accompagnée de taux zéro est favorable à la reprise de l'investissement, puisque, par définition, les conditions financières s'adoucissent.

Regardons les choses de plus près.

I – D'abord, quelle a été la performance de l'investissement global depuis quelques années ?

L'évolution de l'investissement peut se caractériser de la façon suivante :

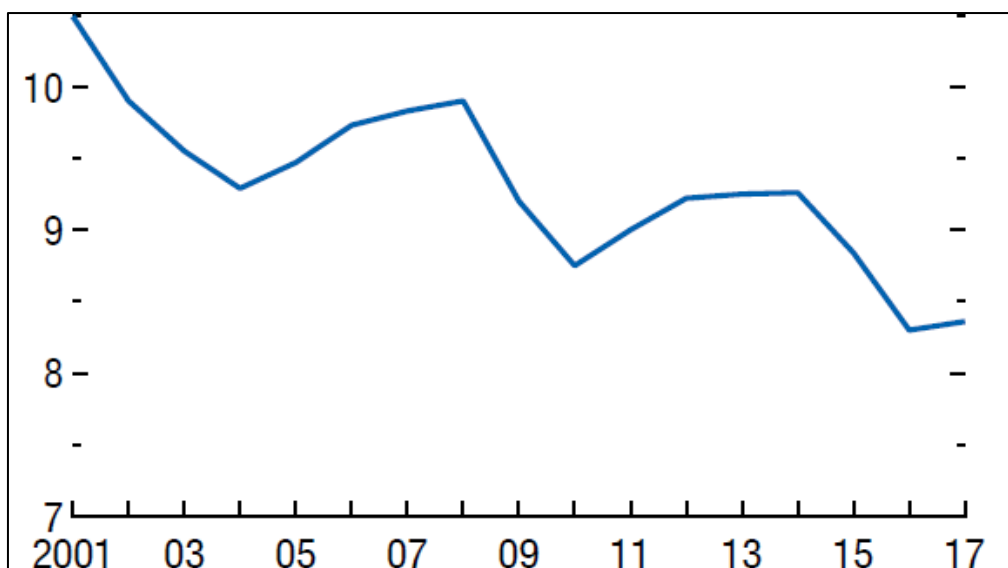
1. Le niveau de l'investissement non-résidentiel brut dans les pays avancés en pourcentage du PIB a significativement baissé (de 10,5% du PIB en 2001 à 8,5% récemment) (voir graphique 1) ;

2. La croissance de l'équipement demeure faible ;
3. La croissance des investissements non tangibles (qui contribuent aux gains de productivité) oscille annuellement autour de 3-4%, ce qui est significativement moins qu'au début des années 2000 (autour de 6%).

Au total, la contribution du stock en capital à la croissance potentielle demeure faible en dépit des taux d'intérêt très bas, qui prévalent depuis plus de dix ans (voir graphique 2).

Graphique 1

Baisse du niveau de l'investissement non-résidentiel en % du PIB



Source: IMF staff calculations.

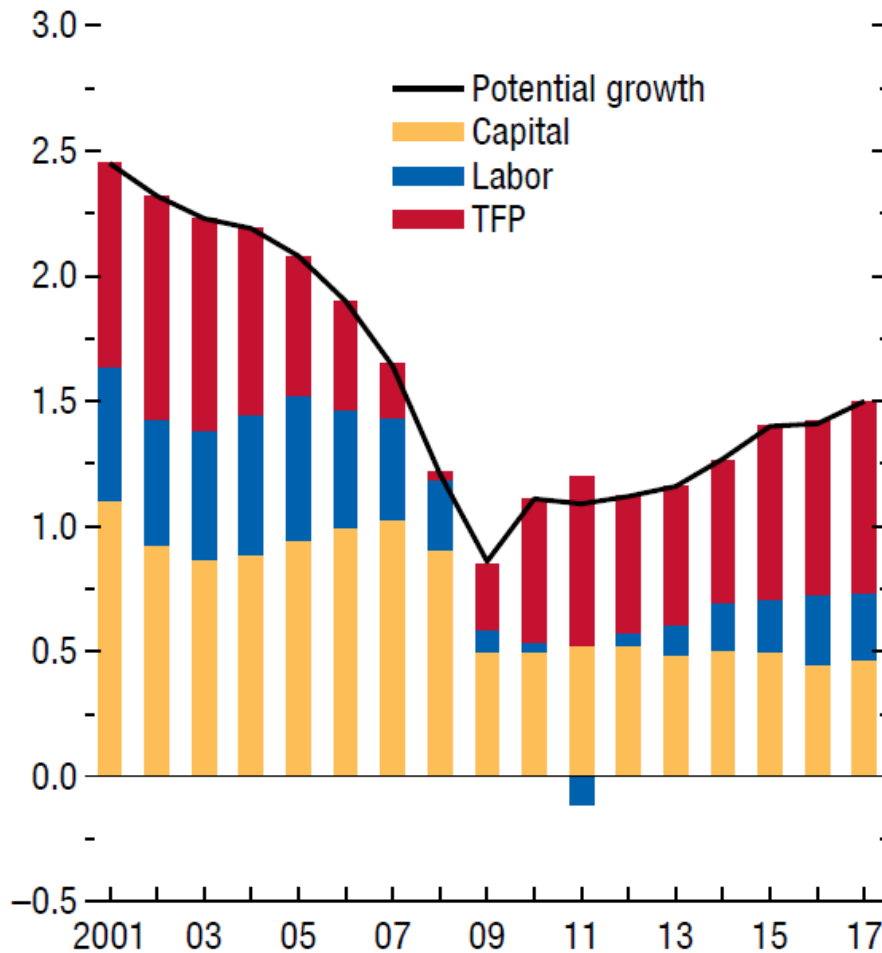
Note: Advanced economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Korea, Spain, United Kingdom, United States.

¹Gross fixed capital formation data are used for Japan and Korea.

Graphique 2

Contributions à la croissance potentielle: la part du capital demeure faible

(Percent)



Source: IMF staff calculations.

Note: Advanced economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Spain, United Kingdom, United States; TFP = total factor productivity.

II – Quelques observations empiriques.

La statistique montre que les périodes de croissance de l'investissement ont toujours été accompagnées par des taux d'intérêt réels positifs.

Ainsi, l'on observe que le taux d'intérêt réel dégagé par un Bon du Trésor US à 10 ans a été en moyenne de + 3,6% par an de 1990 à 2000 (période plutôt favorable en termes d'investissement),

alors que de 2000 à 2019 (période où l'investissement a très mal performé) le taux d'intérêt réel a été en moyenne de +1,2%.

Si on les examine sur longue période, ces corrélations sont très fortes : ainsi le XIX^e siècle a été une période où l'investissement, très dynamique, était rémunéré en moyenne à près de 5% en termes réels. Même si ces corrélations ne sont pas des preuves, elles ont une constance et une robustesse qu'on ne saurait écarter du revers de la main.

Que s'est-il passé qui puisse expliquer cette baisse des taux d'intérêt depuis plusieurs décennies ?

On évoque souvent le phénomène du ralentissement séculaire : des sociétés vieillissantes ont moins de gains de productivité, elles consomment et investissent moins : il en résulte une moindre pression sur les ressources disponibles et une inflation plus basse.

On avance aussi « l'excès d'épargne mondiale » (« savings glut ») qui résulte des excédents structurels de balance des paiements courants de certains pays créditeurs, qui amplifient les liquidités mondiales et se traduisent par des accumulations de réserves chez ces pays qui luttent, par des achats de dollars, contre l'appréciation de leur taux de change afin de préserver leur compétitivité.

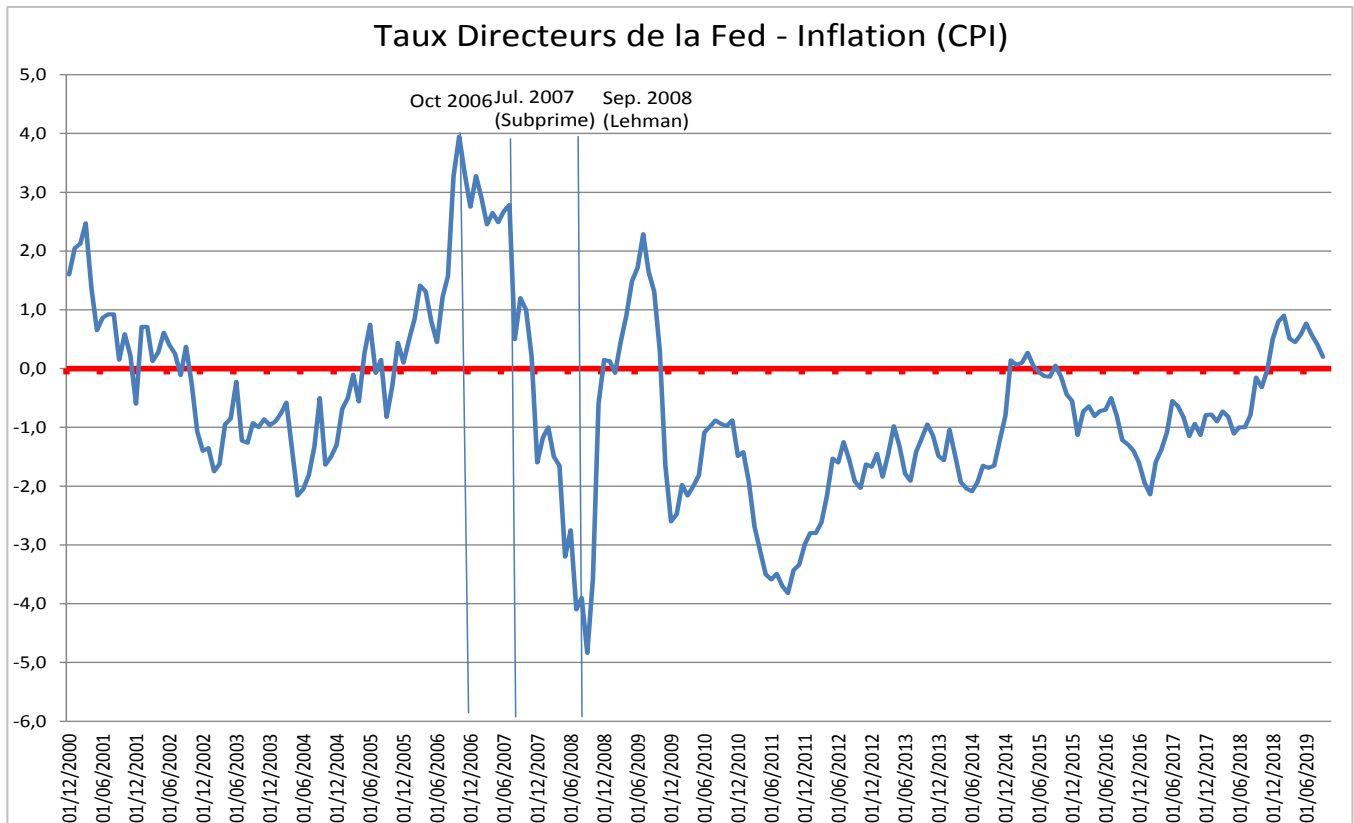
Ces phénomènes ont indiscutablement contribué à l'évolution à la baisse des taux d'intérêt mondiaux.

Mais n'oublions pas que le facteur déterminant résulte de la politique monétaire pratiquée depuis 20 ans.

La Fed a systématiquement mis en œuvre une politique de taux d'intérêt réels négatifs (Fed funds) depuis le début des années 2000.

Sur la période de 18 ans (2002 à 2019), à l'exception de 2006-2008 et 2018, **les taux directeurs de la Fed en termes réels (défalqués de l'inflation des prix à la consommation) ont été négatifs pendant 15 ans.** Ce qui a contribué à la poussée de l'endettement mondial et à la crise. (Voir graphique 3).

Graphique 3



Source : Bloomberg

Or, on le sait, la politique de la Fed imprime sa marque au reste du monde (ne serait-ce que par la crainte des pays qui souhaiteraient une politique plus conventionnelle de voir leur monnaie s'apprécier par rapport au dollar).

III – Passons maintenant à la réflexion économique, qui peut nous éclairer sur la relation : taux zéro / investissement.

Plusieurs facteurs doivent être analysés.

Il est indéniable que **la baisse des taux favorise les débiteurs** : États, sociétés, particuliers. L'endettement de ces agents devient moins lourd en termes de charge d'intérêts. On assiste, ainsi, à un transfert des revenus des épargnants vers les débiteurs.

Mais cette amélioration de la situation des agents débiteurs se traduit-elle par une incitation à s'endetter davantage ? Dans une certaine mesure, oui : la dette publique et privée n'a cessé d'augmenter depuis la crise de 2008. La montée de l'endettement des États et des sociétés non financières a été considérable ; de même l'endettement des ménages et la bulle immobilière qu'il provoque sont significatifs. Au total, l'endettement global a augmenté de 50% depuis la crise.

Mais quid de l'investissement productif ?

C'est ici qu'il faut évoquer la « trappe à liquidités ».

1. « La trappe à liquidités ».

Quand les taux approchent de zéro, il est difficile à une Banque Centrale d'aller plus bas. C'est ce que l'on appelle le « plancher zéro » (« *zero lower bound* »). La BCE applique bien un taux négatif de 0,50% sur les réserves détenues auprès d'elle par des banques commerciales. Mais il lui est difficile d'aller beaucoup plus loin. En effet, la rentabilité du secteur bancaire est directement affectée par l'existence de cette « taxe » sur leurs réserves (réserves imposées, du reste, en grande partie par la réglementation). Si la BCE s'avisait de descendre significativement plus bas, les banques finiraient par être obligées de répercuter cette taxe sur les dépôts des clients. Une telle taxation (déjà appliquée partiellement aux dépôts de montants élevés dans des pays comme l'Allemagne, la Suisse et le Danemark) aurait l'inconvénient, outre son impopularité, de réduire les capacités de consommation des ménages, ce qui irait à contre-courant du désir des autorités de stimuler la demande intérieure⁷.

La réponse de la politique « non conventionnelle » à cette difficulté est la suivante : pour faire baisser davantage les taux réels et échapper à la contrainte du plancher zéro, la seule solution serait de provoquer la remontée de l'inflation par une politique systématique d'expansion monétaire (QE).

Mais, il reste une difficulté : si la reprise de l'inflation et de la demande s'avère rétive (ce qui est le cas pour des raisons d'inquiétude fondamentales : crainte d'une récession due à la guerre commerciale, facteurs structurels ralentissant la croissance - déjà évoqués -, préférence pour la liquidité⁸ ...- qui pèsent à la baisse sur le taux d'inflation, alors on ne voit pas d'où pourrait venir cette reprise souhaitée de la demande. Le raisonnement devient circulaire : pas assez d'inflation donc plus de QE, mais si cela ne suffit pas à enclencher l'inflation, que faire ? C'est là qu'on commence à parler « d'helicopter money » qui permettrait de créditer directement les particuliers en monnaie Banque Centrale avec l'espoir - du reste incertain - que ces allocations seraient consommées.

Le cœur du problème de la politique monétaire actuelle réside dans la préférence pour la liquidité. Puisque l'investissement par achat de titres est taxé, les épargnants ont tendance à renoncer à une rémunération illusoire et à conserver des instruments liquides qui, au moins, ne sont pas affectés par l'application des taux négatifs.

Dans l'arbitrage classique que l'épargnant effectue entre rendement, risque et liquidité, la notion de rendement perd de son importance avec des taux bas. L'arbitrage ne se fait plus alors qu'entre liquidité et risque.

Comme on peut le voir dans le graphique 4, la baisse des taux d'intérêt des obligations d'État s'est accompagnée d'une très forte augmentation⁹ de la part des actifs liquides dans le patrimoine financier des agents économiques. Mais une telle préférence pour la liquidité (la hantise de Keynes) détourne les épargnants de l'investissement à long terme.

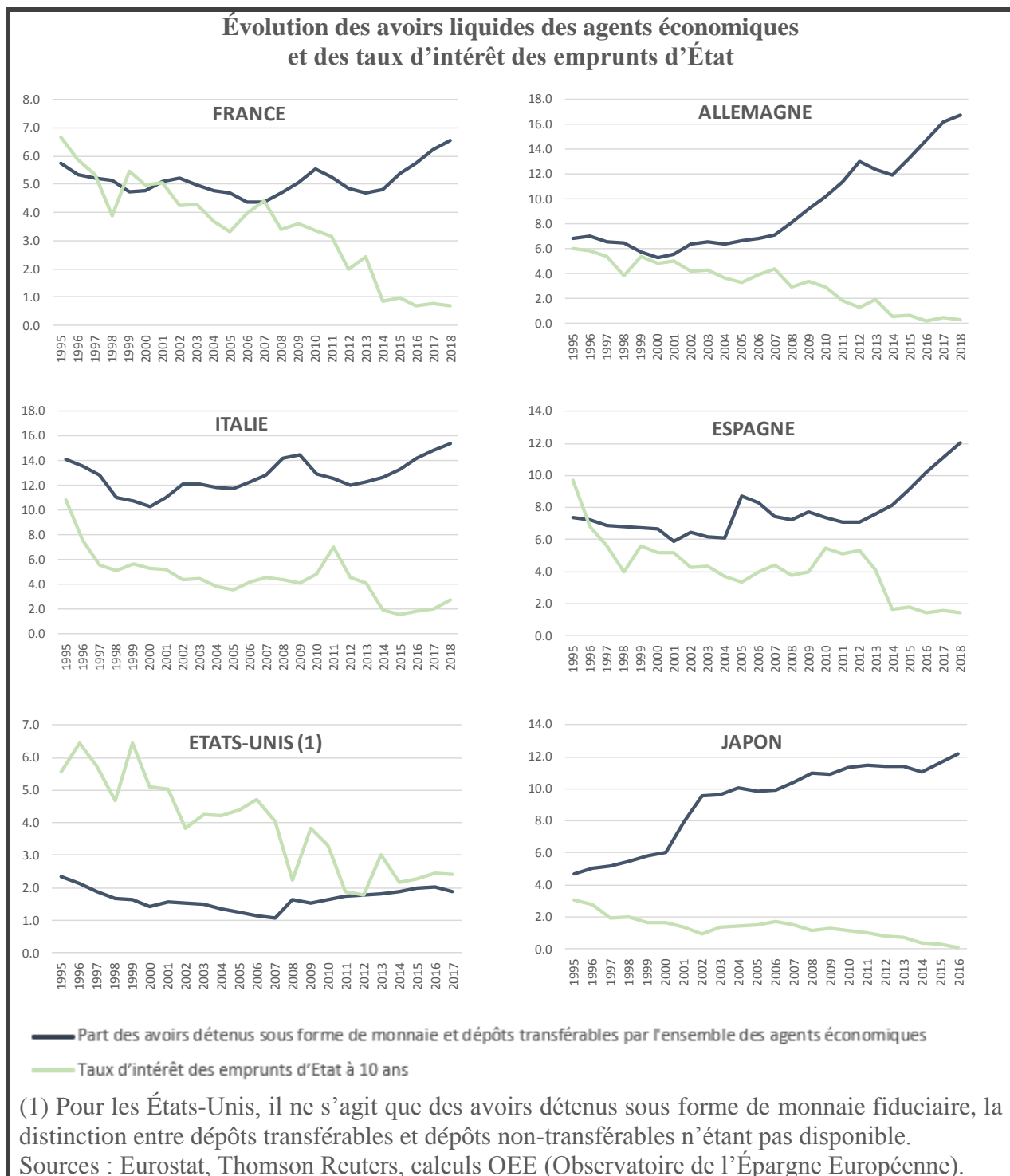
⁷ Voir Steven Pressman : « How low can we go ? The limits of monetary policy » - Elgar Online April 2019.

⁸ La préférence pour la liquidité : à signaler la montée des livrets A qui approchent du record de 300 milliards d'euros (15 milliards d'euros supplémentaires depuis le début de 2019. L'encours a augmenté de 50% en huit ans !).

⁹ La part liquide des avoirs financiers détenus par l'ensemble des agents économiques est passée de 7 à 16% en Allemagne (de 1999 à 2017), en Espagne de 7,5 à 12%, au Japon de 5 à 12%, et en France de 5,8 à 7%.
Source : Eurostat, Thomson Reuters, OEE.

Graphique 4

Au fur et à mesure de la baisse des taux, les portefeuilles deviennent plus liquides



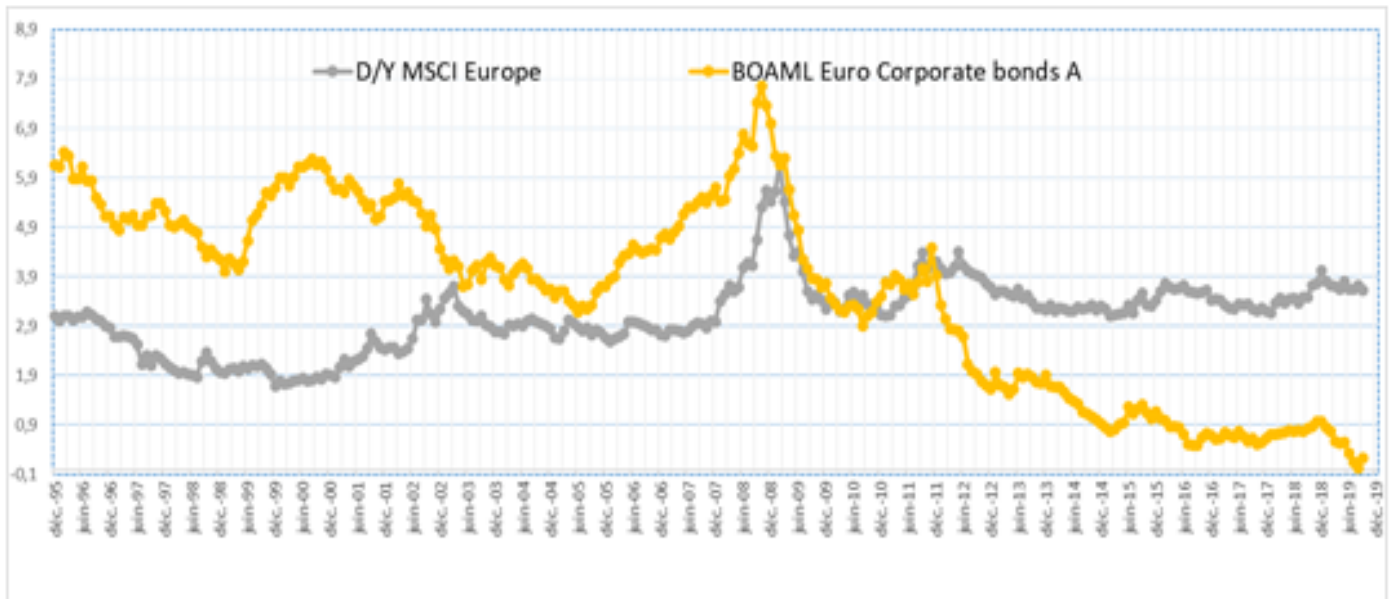
2. Mais la réponse des marchés est risquée.

Quand il y a un engouement pour des actifs dits « sans risques », le prix de ces actifs augmente alors que leurs taux d'intérêt baissent. Au même temps, les retours sur les actions restent élevés (voir graphique 5).

Graphique 5

Retours sur actions et obligations d'État

Evolution historique depuis 1995 du rendement des actions de l'indice MSCI EUROPE et des obligations Euro corporate Rating A de l'indice Bank of America Merrill Lynch Euro corporate A)



Dividend Yield MSCI Europe : 3,62% au 30 09 19
Moyenne historique 1995-2019 : 3,11%
Pour comparer : 3,34% pour le MSCI EMU et moyenne de 3,24%
Sources : MSCI

Rendement moyen des obligations de l'indice ICE BoAML Euro Corporate Rating A : 0,22% au 30 09 19
Moyenne historique 1995-2019 : 3,62%
Sources : ICE BoAML

Le risque, ici, c'est la prolifération des bulles d'actifs : en matière d'actions, d'obligations, de crédits à la consommation, de l'achat de biens immobiliers financés par une dette à très bas taux, sans parler des entreprises « zombies » qui continuent de subsister grâce aux taux zéro, mais qui pénalisent les firmes les plus innovantes en conservant leurs parts de marché.

Cette recherche de rendements à tout prix se traduit par une détérioration de la qualité des actifs financiers.

Ainsi, les obligations notées BBB (un cran au-dessus des « junk bonds ») représentent aujourd'hui plus de 50% du total des encours des obligations « investment grade », ce qui constitue un record périlleux.

La dette émise par les sociétés non financières US s'élève à plus de 9 trillions \$ (contre 5 en 2008), soit une augmentation de 40% en dix ans.

Cette explosion de l'endettement des sociétés non financières est le résultat de la politique monétaire suivie ces dernières années et qui maintient les taux d'intérêt à des niveaux historiquement très bas.

Cet endettement prend, en grande partie, la forme de prêts titrisés (« collateralized loan obligations » - CLOs), dont sont friands les investisseurs du monde entier en quête de rendements (en particulier les banques japonaises).

Que vienne une récession et le sort de nombre d'entreprises excessivement exposées au risque de crédit sera en jeu.

Le risque est bien connu : c'est celui de 2007-2008 d'un accroissement des bulles qui finissent par éclater, et la crise financière qui se déclenche après le « moment Minsky ».

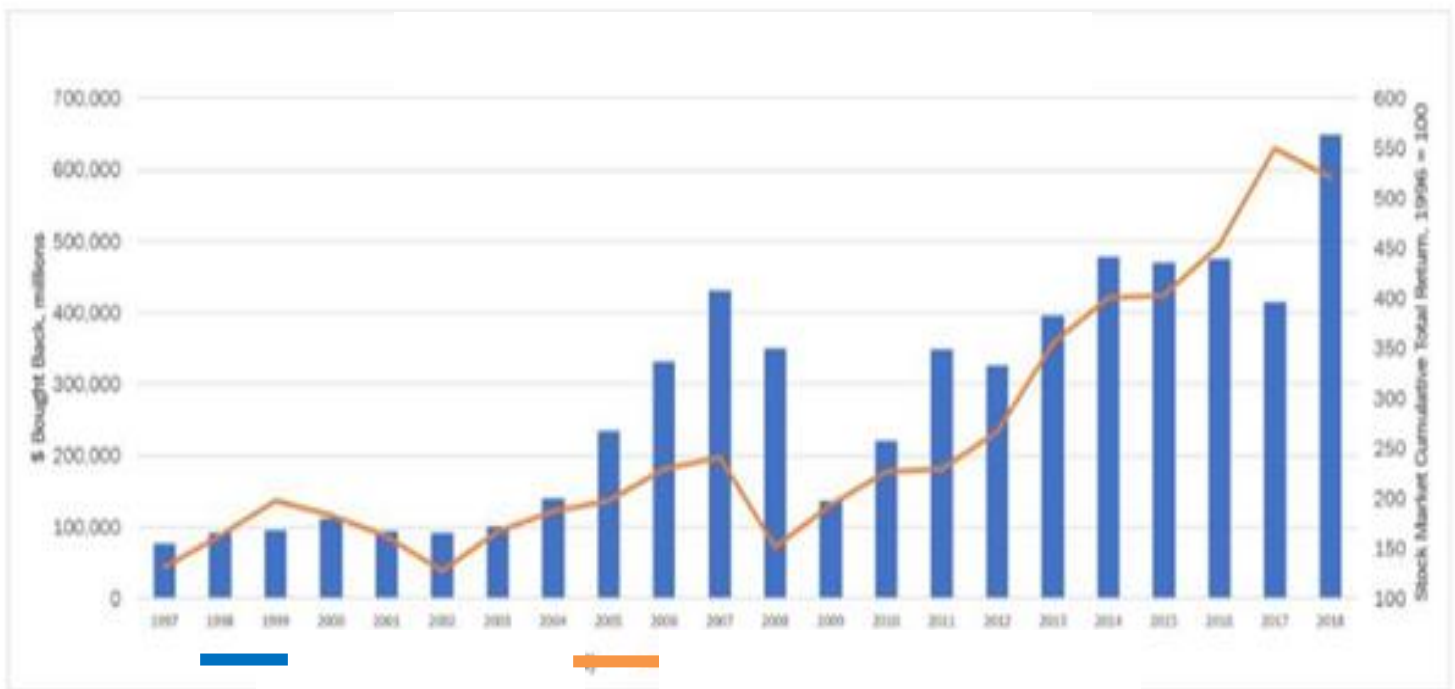
De fait, poursuivre trop longtemps la pratique des taux à zéro favorise, comme on l'a vu, la spéculation sur actifs risqués (« *search for yield* »), écrase les primes de risque, et provoque la constitution de bulles financières. Cela détourne les investisseurs des « vrais » projets à long terme - pourtant indispensables - , tout en rendant le système financier plus vulnérable.

Entre s'engager dans un projet risqué avec une prime de risque d'environ 7% ou racheter ses actions avec un crédit à 0%, la tentation pour une entreprise est grande de choisir la seconde solution. C'est, du reste, ce que l'on observe à grande échelle aujourd'hui (voir graphique 6).

Et c'est au moment même où les gouvernements nous disent que le financement de la transition énergétique est indispensable ...

Graphique 6

Les taux d'intérêt bas favorisent les rachats d'actions



En conclusion, il faut comprendre le dilemme monétaire actuel.

En poursuivant un objectif d'inflation de 2% qui s'avère inatteignable pour les raisons structurelles déjà évoquées (vieillesse, mondialisation, changements dans le fonctionnement du marché du travail, progrès technologiques...), les banques centrales ancrent dans les esprits l'idée que les taux d'intérêt vont rester bas pendant une période indéfinie. Cette attente de taux bas a un effet « déprimant » : les agents économiques en tirent la conclusion que l'horizon de croissance sera bouché pour longtemps et s'abstiennent donc d'entreprendre. Nous sommes dans une situation où la courbe des taux inversée (taux longs inférieurs aux taux courts) est moins le résultat d'un

ralentissement conjoncturel redouté que la réalisation par le public que les banques centrales ne croient plus à la croissance puisqu'elles s'installent dans une phase indéfinie de taux bas, conséquence de leur incapacité à atteindre 2% d'inflation.

Établir un objectif irréalisable présente un coût psychologique réel. Situer l'objectif plus près de l'inflation d'équilibre (autour de 1 à 1,5%) conduirait à une politique monétaire moins systématiquement expansive et moins génératrice d'anticipations pessimistes auto-réalisatrices. Quels que soient les arguments présentés par les tenants de la politique non conventionnelle, on ne voit pas d'éléments objectifs permettant de démontrer que les taux zéro sont générateurs de croissance et d'investissements.



De gauche à droite : Christian SCHOR ; Estelle GÖGER ; Jean-Pierre LOUBINOUX ; Jean-Pierre MAUREAU ; Michel PÉBEREAU ; Karen AZOULAY ; Gérard-François DUMONT ; Paul LE BIHAN

SAUVER LE CONSENTEMENT A LA SOLIDARITE DU PIEGE BISMARKIEN

Teneur de l'intervention à l'UDAP le 5 novembre 2019

Régis de Laroullière,
Ancien Délégué Général de Médéric
Conseil en Stratégie et Gestion des Risques

Le ras-le-bol fiscal est à présent plus qu'un risque, c'est devenu une réalité aux conséquences bien visibles, avec notamment le mouvement des gilets jaunes. Le consentement à l'impôt, l'un des fondements de la démocratie, est atteint. Un autre risque aussi grave se déploie, qui menace l'Etat providence : l'atteinte au consentement à la solidarité.

Dans notre pays, les prélèvements obligatoires sociaux dépassent sensiblement les prélèvements obligatoires fiscaux. Plus que dans de nombreux autres pays, notre système de protection sociale repose historiquement largement sur la solidarité : entre actifs et retraités pour la retraite, entre jeunes et moins jeunes pour la santé, entre actifs salariés de tout âge et de toutes conditions pour le chômage, entre adultes sans enfant et chargés de famille pour les allocations familiales. Environ 25% de la population est contributeur net à la solidarité nationale, et 75% en est bénéficiaire net.

La logique de notre système de protection sociale obligatoire est également largement assurantielle, apportant sa protection jusqu'à un niveau élevé de revenu. Les rémunérations prises en compte et ouvrant droit à prestations sont ainsi plafonnées à des niveaux importants : quatre plafonds de la sécurité sociale, soit 162.096 euros par an pour l'assurance chômage, et 8 plafonds, soit 324.192 euros par an pour le régime de retraite complémentaire obligatoire agirc-arrco dans son organisation actuelle. L'espace disponible pour un système complémentaire purement assurantiel et facultatif est en conséquence restreint. C'est un système qualifié de Bismarkien, par opposition aux systèmes dits Beveridgiens dans lesquels la protection sociale obligatoire est plafonnée à des niveaux faibles, et généralement financée par l'impôt plus que par des cotisations. Dans ces systèmes, l'espace disponible pour les régimes complémentaires assurantiels est important, comme on le constate par exemple au Royaume-Uni.

Notre système de protection sociale, généreux si on le compare à ceux des principaux autres grands pays industrialisés, enregistre des déficits persistants. Depuis des années, les prélèvements qui le financent, malgré leur proportion élevée au regard du PIB, ne peuvent couvrir les dépenses. Ce constat conduit naturellement à s'interroger sur la réduction des prestations aux bénéficiaires, en commençant par les plus « aisés », à l'image du régime général de retraite qui ne verse de pension de réversion que sous condition de ressources (1.738 euros par mois).

Cette logique s'est appliquée dans le domaine fiscal, lorsque les effets du quotient familial (de logique assurantielle à l'origine) ont été plafonnés (logique devenant redistributive) : le gain d'impôt qui en résulte est actuellement plafonné à 130 euros par mois par enfant quel que soit le revenu du ménage. En matière de santé, les cotisations des contrats offrant des garanties importantes sont à présent pénalisées par rapport à celles des contrats dits responsables. Pour ce qui concerne les retraites, leur réduction par hausse de la CSG annoncée à l'entrée du présent quinquennat a été finalement réservée aux seuls 25% des retraités dont les revenus mensuels totaux dépassent 2.000 euros.

Les prestations de l'assurance chômage des salariés de moins de 57 ans se sont vues imposer à compter du 1^{er} novembre de cette année une dégressivité en fonction du temps, pour les indemnités dépassant 2.261 euros nets par mois, dégressivité pouvant atteindre 30% à partir du 7^e mois. Cette réforme intervenant sans baisse équivalente des cotisations sociales ou fiscales, ce qui est nécessaire pour atteindre l'objectif de rééquilibrage financier poursuivi, les populations concernées ne disposent pas des ressources leur permettant de couvrir par une assurance complémentaire les risques auxquels elles demeurent exposées. Elles sont piégées dans notre système Bismarkien qui

se voit progressivement Béveridgé à un niveau de prélèvements élevé, avec l'effet que l'on voit notamment dans les réactions des représentants de l'encadrement. L'inquiétude est d'autant plus forte que, partant d'un système assurantiel dans lequel prélèvements et prestations sont élevés, le potentiel de réduction des prestations est important, et que les mesures adoptées comportent un élément discriminant perçu comme stigmatisant.

Famille, retraite, santé, chômage à présent, c'est la logique de l'ensemble de notre système de protection sociale qui est progressivement remise en cause. Quelles en sont les conséquences sur les comportements des populations qui portent le poids de ces changements ? Il est urgent de s'interroger sur la durabilité du système qui se met en place, dans une économie ouverte caractérisée par la montée de l'individualisme, et sur les éventuelles contreparties que les populations affectées pourraient obtenir en face des efforts supplémentaires qui leur sont imposés.

A défaut, elles risquent de se désengager, il y a maintes façons de le faire, et la faculté contributive s'évaporant, comme on l'a vu en grandeur réelle en matière fiscale pour les patrimoines élevés au cours des dernières années, c'est un enchaînement perdant perdant qui risque de se mettre en place à bas bruit s'il n'est déjà à l'œuvre. Le piège Bismarkien risque de se révéler fatal à la solidarité dans notre pays.

*

Peut-on en sortir ? On évoquera ici pour faire avancer la réflexion trois pistes en matière de contreparties qui pourraient être apportées à l'accroissement de solidarité qui est imposé :

1. Une reconnaissance accrue de la part des bénéficiaires des transferts. Mais on n'est pas au pays des Bisounours, et il importe de plus de ne pas stigmatiser les bénéficiaires des transferts. C'est la logique des droits et des acquis sociaux qui prévaut et continuera sans doute de prévaloir.
2. Une intensification de la lutte contre la fraude et les abus. Avec bien des hésitations, ce mouvement s'est mis progressivement en place, et l'on constate une accélération, visible dans les chiffres, mais sans que ceux-ci ne soient à la hauteur des déficits.
3. Une contribution plus importante des bénéficiaires à l'équilibre d'ensemble, dans la logique du principe fondateur « à chacun selon ses besoins, de chacun selon ses moyens », en acceptant de travailler un peu plus. La France est en effet le pays de l'OCDE dans lequel le temps de travail des individus rapporté à leur durée de vie totale est le plus faible (par exemple un Français travaille en moyenne 12% de son temps de vie, un américain 16%). Engager un effort d'allongement progressif de la durée du travail enclencherait un cercle vertueux, réduisant les besoins de transfert tout en augmentant la base permettant de les financer, dans une logique qui pourrait se formuler « aide-toi, la solidarité nationale t'aidera ».

Il y a à cet égard maintes façons de travailler davantage. Par exemple, rapporté également à une durée de vie, le passage de la durée d'activité de 42 à 44 ans est équivalent à un allongement de 20 minutes de la durée quotidienne de travail (de 420 minutes pour une journée de 7 heures (et une semaine de 35 heures) à 440 minutes).

Observons incidemment que maintenant serait le bon moment pour enclencher cette évolution. Avec des tensions sur de nombreux segments du marché du travail, et parallèlement à l'intensification de l'effort de formation des chômeurs, une augmentation de la durée du travail, sur une base de volontariat, viendrait à point. Elle apporterait non seulement une contrepartie utile à

l'effort de solidarité accrue imposé aux cotisants les plus aisés qui se sentent aujourd'hui piégés dans notre système de protection sociale Bismarkien, elle viendrait augmenter la production et le pouvoir d'achat global.

Concluons sur une note d'espoir : peut-être le mouvement est-il amorcé :

1. La lutte contre la fraude et les abus se déploie, avec l'aide que peuvent apporter les technologies modernes
2. L'activité et la croissance, alimentées par les réformes du début du quinquennat et l'embellie du climat des affaires qui a accompagné la simple perspective de ces réformes, donnent des signes encourageants par rapport à nos voisins, en témoigneraient le moindre ralentissement de l'activité économique en France et la poursuite de la décrue du chômage.

Si tel est le cas, peut-être suffirait-il d'amplifier franchement ce double mouvement, et, à défaut de reconnaissance, de ne pas stigmatiser ceux qui cotisent le plus à la solidarité nationale.

* * *

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

* * *