

**Enjeux et stratégies pour le financement du long terme**

**Les entretiens économiques européens**

**Bruxelles 10-11 décembre 2009**

Michel Aglietta

Université Paris Ouest, Cepii et Groupama-am

# Comment réorienter le système financier vers le long terme ?

- Régulation de la finance : remettre en ordre les rendements des actifs :
  - Régulation macro prudentielle des banques: maîtriser le cycle du crédit
  - Régulation des marchés du crédit : mettre de l'ordre dans la titrisation pour maîtriser les incitations au court termisme
- Croissance soutenable et besoins d'investissement à long terme :
  - La problématique de la croissance mondiale soutenable
  - Financement des besoins d'investissement à long terme pour la croissance soutenable
- Vertus des investisseurs à long terme pour financer la croissance soutenable
  - Qui sont-ils et quel poids financier ?
  - Leurs stratégies et leur impact économique

# **Régulation de la finance**

# Recommandations de politique prudentielle à l'égard des banques

- Complémentarités entre objectifs et moyens macro et micro prudentiels :
  - ***Politique macro prudentielle*** : une approche « *top down* » pour contenir le risque systémique. les banques centrales doivent prendre la stabilité financière comme objectif à part entière car elle n'est pas contenue dans la stabilité des prix. Elles doivent donc contrôler le montant agrégé du crédit au secteur privé avec des instruments quantitatifs imposés aux institutions financières systémiques : *capital bancaire contra cyclique et réserves liquides*.
  - ***Action corrective précoce*** : pilier de la supervision des banques commerciales aux E.U., elle doit être généralisée au système bancaire élargi à toutes les institutions systémiquement importantes. Elle doit incorporer une règle de résolution de faillite au moindre coût (*living will*)
  - ***Recomposition du cadre prudentiel en Europe*** : l'architecture prudentielle en Europe devrait être rénovée dans la ligne du rapport de Larosière

# Principes et instruments de la politique macro prudentielle à deux niveaux

- *Banque centrale :*

- Mesurer l'excès cumulé de crédit/l'évolution tendancielle du crédit qui soutient la croissance potentielle
- Déterminer le montant de capital contra cyclique que le système bancaire élargi doit constituer en fonction de la mesure de l'excès de crédit

- *Superviseur bancaire :*

- Allouer le capital à chaque institution en fonction d'une proportion déterminée par le superviseur fonction de la taille, du levier, de la contribution au risque systémique
- Lier actif et passif en évaluant un « *mark-to-funding* » des institutions qui recourent exclusivement à la liquidité de marché et imposer des réserves obligatoires marginales sur des actifs qui n'ont pas une « *funding liquidity* » adéquate

# Principes d'une généralisation de l'action corrective précoce

- Fondée sur un régime spécial de faillite et une mesure simple de la fragilité financière (ratio non pondéré de dettes/actifs) pour réduire les risques de capture du régulateur et d'arbitrage de réglementation
- Actions coercitives du superviseur progressives, prévisibles et le plus automatiques possibles avec des moyens simples et non manipulables en fonction de seuils de dégradation de l'indicateur de fragilité financière appliqués au bilan consolidé
- Actions limitées par une résolution au moindre coût : règle de clôture ou de restructuration de l'institution sous l'autorité du superviseur avant que la valeur nette ne soit devenue négative → *protection contre l'aléa moral engendré par le « bail out »*

# Comment adapter l'action corrective précoce en Europe ?

- Les législations nationales sont disparates. Il faudrait harmoniser les lois de faillites bancaires : traitement des actionnaires, transférabilité des actifs, implications des créanciers,...
- La transposition de la règle de clôture en Europe rencontre l'obstacle que la convention des droits de l'homme prohibe l'expropriation des actionnaires avant que la valeur nette de la banques soit devenue négative.
- Solution possible : remplacer l'expropriation des actionnaires par l'extrême dilution de leur propriété : création d'un contrat de dette spécial (*recap bond*) stipulant sa conversion obligatoire en actions ordinaires lorsque l'indicateur de fragilité dépasse un certain seuil.
- Pour chaque euro de « *core tier1* » capital les banques devraient être obligées d'émettre n euros de « *recap bonds* ».

# Deux manières de concevoir la titrisation

## Avantages de la titrisation correctement gérée

- *Avantages :*
  - Coûts de financement
  - Risque mieux disséminé
  - Choix de portefeuille plus large
- *Gestion correcte :*
  - Crédits mis en pools standardisés et garantis
  - Liquidité sécurisée par des marchés secondaires, des systèmes de clearing, des agences de régulation
  - Qualité du crédit à l'origine non affectée par la vente des crédits
  - Investisseurs porteurs du risque capables d'évaluer indépendamment les risques et d'exercer une discipline sur les intermédiaires

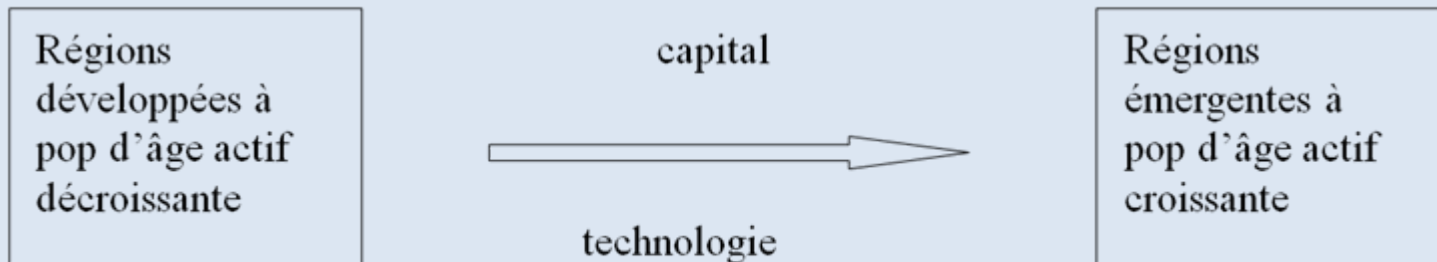
## Sinistres infligés par le modèle des banques d'investissement

- *Pertes d'informations et conflits d'intérêts :*
  - Titrisation : arbitrage réglementaire
  - Incitations favorisant le volume contre la qualité des crédits
  - Les pools de crédit à titriser dans les véhicules hors bilan fragiles et non réglementés (banques parallèles)
- *Anomalies grossières dans l'évaluation du risque :*
  - Les notations sont trompeuses car incapables d'évaluer le risque non anticipé
  - Les investisseurs ont été privés des informations nécessaires pour des évaluations indépendantes et contradictoires

# **Croissance soutenable et besoins d'investissement à long terme**

# À long terme la conjecture d'un régime de croissance mondiale

- Un régime de croissance mondiale transférant les ressources entre régions
- Une orientation de l'investissement vers le développement durable et les transferts massifs de technologie aux émergents
- Les ménages des pays riches ont intérêt à exporter leur épargne (via la diversification des portefeuilles des investisseurs institutionnels) vers les pays à haute croissance où le rendement du capital est + élevé
- Quelles sont les conditions pour une rentabilité sociale du capital élevée dans les pays émergents ?



# La problématique de la croissance soutenable

- La soutenabilité est intertemporelle : le niveau max de conso d'une société qui peut être maintenu dans le futur en partant du niveau actuel de ressources.
- L'écart entre la trajectoire tendancielle observée de la conso et la trajectoire max soutenable est mesurée par la *variation de la richesse sociale généralisée = épargne sociale ajustée* (Banque Mondiale)
- *épargne sociale ajustée* = épargne nationale brute – consommation de capital productif + dépenses d'éducation – destruction de ressources naturelles – augm de pollution provenant des émissions de dioxyde de carbone
- *La croissance est non soutenable si l'épargne sociale ajustée est  $< 0$  car la société détruit sa richesse*
- Trois processus d'insoutenabilité :
  - *Économique* : le capital productif physique ne s'accumule pas assez pour compenser la dégradation des ressources naturelles et la hausse de la pollution
  - *Sociale* : le capital humain (et plus généralement tous les facteurs intangibles de production) s'accumule insuffisamment pour réduire la consommation de capital matériel et les prélèvements sur la nature
  - *Environnementale* : le capital productif et la conso vont trop vite de sorte que les ressources naturelles s'épuisent et la pollution augm. jusqu'à un seuil au delà duquel se produit un *effondrement écologique*

# Politiques de croissance soutenable

- Programmer les investissements publics pour augmenter la richesse sociale généralisée et orienter l'innovation :
  - Dans les pays en développement le facteur d'insoutenabilité le plus important est le faible niveau du capital humain → nutrition, santé (absence de protection universelle) et insuffisance d'éducation
  - Dans le monde entier, c'est l'épuisement des ressources non renouvelables et le changement climatique → organiser les économies d'énergie dans les mégapoles du monde entier, rééquilibrer les transports, piloter les prix relatifs pour réduire les intensités énergétiques et carbone de la production (taxe énergie et carbone)
- Préserver la composante humaine de la richesse dans les pays de vieillissement démographique avancé :
  - Augmenter l'âge de départ à la retraite n'a de sens que si : le plein emploi est rétabli, le taux d'activité des femmes et l'égalité des responsabilités et des rémunérations est réalisée, les compétences sont renouvelées par l'éducation sur toute la vie
  - La solidarité intergénérationnelle est réalisée dans la constitution de l'épargne retraite : investisseurs institutionnels responsables de leurs engagements de passif et assurance publique des revenus de l'épargne collective longue

# Les investissements à long terme

## facteurs de croissance endogène

- *Les externalités de réseau entre firmes* où la productivité marginale du capital de chaque firme est augmentée par le progrès technique incorporé dans le capital accumulé par l'ensemble des firmes du réseau → IDE s'ils apportent des compétences, de la technologie et des capacités de gouvernance (capital immatériel)
- *Les investissements en capital social* (R&D, capital humain, infrastructures) qui élèvent l'efficacité des firmes de toute la nation. C'est un capital complémentaire au capital privé des firmes qui contrecarre la baisse de la productivité marginale du capital privé avec l'accumulation
- *L'émergence d'une classe d'entrepreneurs* fournissant une base pour l'innovation technologique "*bottom up*". → des politiques d'incitation (fiscale, ouverture commerciale, change compétitif) et du financement adapté à la prise de risque extrême (fonds de capital risque)

# Concevoir des associations public/ privé

- La définition et le choix des projets structurants doit être justifiée par les dynamiques de la croissance endogène (mise en évidence des externalités + et études d'impact) → *responsabilité de la puissance publique après large consultation des intérêts économiques*
- Les États n'ont pas la capacité de prise en charge intégrale, ni même prédominante du financement du long terme. → *intéresser les investisseurs de LT, donc concevoir des financements de marché, c'est-à-dire émettre des obligations pouvant entrer dans les portefeuilles diversifiés des investisseurs institutionnels*
- Comment les États doivent-ils intervenir ?
  - *Structurer les projets longs par horizon et par rentabilité espérée* : les investisseurs privés peuvent financer du 5 à 10 ans sur le marché obligataire. Ils peuvent racheter pour les exploiter des infrastructures déjà construites
  - *L'État peut participer à la prise de risque en apportant sa garantie plutôt qu'à l'apport de capital*. Pour les composantes des projets qui sont des biens publics, il peut passer par le relais de banques publiques d'investissement ou de développement.

# **Vertus des investisseurs à long terme pour financer la croissance soutenable**

# Les vertus des investisseurs à long terme du point de vue des besoins d'investissement

- Ce sont des acteurs financiers qui ont des engagements sociaux à leur passif, lesquels déterminent les objectifs qui leur sont assignés:
  - Préserver dans la longue durée la valeur réelle du capital qui leur est confié avec une probabilité définie par la puissance publique (fonds souverains) ou par la relation contractuelle (investisseurs institutionnels à prestations définies)*
  - Viser des rendements réels compatibles avec les engagements du passif ou avec des objectifs macro-économiques*
- Ce qui induit un métier différent des arbitragistes spéculateurs:
  - Ils n'ont pas de levier d'endettement excessif*
  - Ils n'ont pas de besoin de liquidités non anticipés*
  - Ils ne menacent pas de vendre des actifs en détresse et n'exercent donc pas de pression de liquidités sur des tiers*
  - Ils sont des investisseurs patients*
  - Ils ont des capacités à prendre des risques et à immobiliser du capital*
  - Ils se doivent d'avoir une gestion financière diversifiée*

# Le poids financier des investisseurs à LT

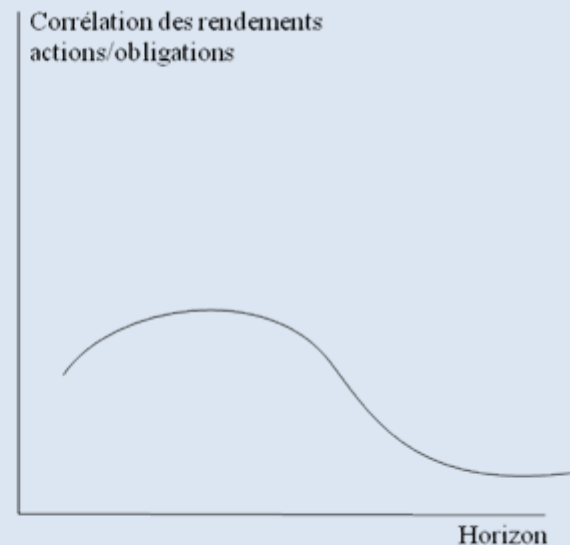
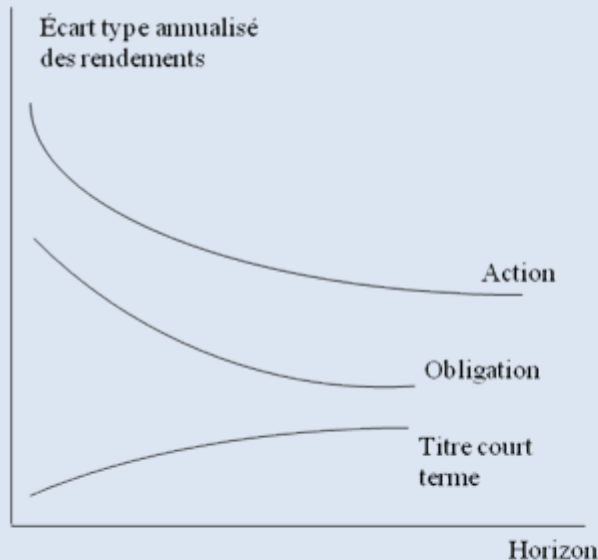
Actifs sous gestion des investisseurs institutionnels et des investisseurs de long terme en 2006  
(milliards de dollars)

Investisseurs institutionnels sans engagement de passif	Investisseurs de LT		Actifs sous gestion en milliards de \$
	Investisseurs institutionnels avec engagement de passif contractuel	Investisseurs sans engagement de passif contractuel	
Fonds communs de placement			19 300
Fonds de pension à Cotisations définies			10 800
	Fonds de pension à Prestations définies		10 800
	Compagnies d'assurance		18 500
		Fonds souverains & Fonds de réserves publics	2 500
		Fonds de dotations universitaires	300
Total : 30 100	Total : 29 300	Total : 2 800	Total : 62 200
	Total Inv. de LT :	32 100	

Source : Morgan Stanley, FMI, Mac Kinsey (2007)\*.

# Les stratégies des investisseurs LT tiennent compte des tendances longues des marchés : retour vers la moyenne et corrélations entre marchés

- Les taux obligataires varient :
  - À LT avec la croissance potentielle et les changements structurels qui affectent l'équilibre épargne investissement
  - À CT avec le cycle de l'activité et de l'inflation
- La variabilité des rendements des titres longs (actions et obligations)  $\searrow$  avec l'horizon ; celle des titres courts  $\nearrow$
- La corrélation des rendements actions/obligations  $\searrow$  sur horizons longs



# La gestion actif passif

- *Organisation cœur/satellites :*
  - le passif d'un investisseur LT est son benchmark
  - l'actif doit être géré de manière à couvrir les risques extra financiers du passif
  - le rendement doit être recherché sur le surplus
- *Mutualiser les risques intergénérationnels en fournissant des protections collectives aux individus*
- *Source de risque extra financier : la variation du revenu salarial au cours de la vie active :*
  - si les revenus du travail sont prévisibles, renforcer le poids des actifs risqués dans le plan de retraite
  - s'ils sont incertains et corrélés avec les rendements des actions, la structure de portefeuille doit être biaisée en faveur des actifs sans risque
- *Source de risque extra financier : influence de l'âge sur la richesse humaine qui ↗ puis ↘ au cours du cycle de vie :*
  - les plans de retraite des jeunes adultes doivent investir fortement en actions
  - les plans des individus dans les classes d'âge à forte épargne doivent être diversifiés en contre point de leur patrimoine financier individuel

# Impact économique de l'investissement financier à long terme

- **Abaisser le coût du capital et équilibrer l'allocation des ressources :**
  - Par la diversification inter temporelle
  - Par la diversification dans les actifs alternatifs : immobiliers, matières premières, infrastructures, innovation
- **Améliorer les performances des entreprises :**
  - Par une gouvernance active pour créer des contre pouvoirs
  - En faisant prévaloir des objectifs raisonnables de rentabilité
- **Agir positivement sur les enjeux sociétaux :**
  - Par une meilleure allocation intergénérationnelle de l'épargne prenant en compte les risques extra financiers
  - Par la promotion de l'investissement socialement responsable