

Désendettement, nouvelle intermédiation et croissance de LT

Colloque annuel Groupama-Cepii, 25/10/2012

Intervention Jérôme Glachant,

Table ronde

1) Une crise profonde, globale et keynésienne

- Nous sommes dans une crise keynésienne au sens où l'ajustement *ex ante* entre épargne et investissement ne peut plus se réaliser par un ajustement du taux d'intérêt et passe par une contraction des revenus.
- Ce mésajustement tient à une discordance généralisée des horizons : le retour de la croissance nécessite des investissements à long terme ; l'épargnant thésaurise, i.e. cherche, y compris à long terme, à conserver la valeur plutôt qu'à la créer (appétit sans fin pour les actifs sécurisés). La finance ne peut plus résoudre cette discordance.
- Cet équilibre macroéconomique de sous-emploi (au sens keynésien) est global et malheureusement durable : ces ressorts profonds sont en place depuis 15 ans. Les stratégies *export led growth* des économies duales émergentes, avec un secteur financier peu développé et une protection sociale inexistante, conduisent mécaniquement à l'accumulation généralisée de réserves. Le vieillissement et l'amollissement des ressorts de la croissance des pays développés favorisent la précaution et contribuent à la thésaurisation. Le durcissement excessif des normes prudentielles en est une illustration.
- L'ingéniosité financière, i.e. la capacité de la finance anglo-saxonne à fournir des titres (faussement) sécurisés, a « géré » ce déséquilibre jusqu'en 2007-2008. L'endettement public comme privé s'en est nourri. Le développement de bulles (actions, immobiliers, dettes publiques) a offert un abri temporaire à l'épargne excessive.

2) Quels principes de politique économique pour la sortie de crise ?

- La sortie de crise, qui ne peut être que lente, passe par la réorientation de l'épargne longue (en flux comme en stock) vers des investissements longs et donc risqués : une co-production industrialisés/émergents.
- Purge du désendettement au nord : contraction du revenu, retour de l'inflation comme réponses macroéconomiques ; quelles réponses structurelles ? Comment accompagner/favoriser la transition ?

- Augmentation de la demande intérieure au sud : construction de l'Etat Providence avec des mécanismes de répartition, développement du système bancaire et financier. Un chemin qui semble mieux balisé...
- Situation particulière de la France : taux d'épargne des ménages élevé, poids de l'immobilier dans le patrimoine des ménages, répartition chancelante en dépit d'une démographie plus favorable qu'ailleurs, capitalisation absente. Pas très bien parti sans réformes structurelles.
- Un premier parti pris de l'exposé est que les solutions sont davantage à rechercher du côté du versant offre de capital et intermédiation financière que du côté demande de capital. Les entreprises ont besoin d'investisseurs susceptibles de partager les risques à long terme : des fonds propres. Les ménages ont besoin d'actifs financiers susceptibles de générer des revenus réguliers à long terme éventuellement indexés sur l'inflation. La politique économique de sortie de crise doit tout mettre en œuvre pour réconcilier les horizons.
- Un second parti pris est que l'épargne de long terme constitue la richesse stratégique d'une Nation ou d'une zone homogène comme l'Europe, c'est-à-dire contribue à son avantage absolu. Même si l'intégration des marchés a fait reculer les biais domestiques au sein des portefeuilles, ces biais subsistent et le contrôle du capital est stratégique. Une bonne partie du *leadership* américain s'explique par la capacité des Etats-Unis à avoir dicté les règles en ce domaine (puissance des marchés, fonds de pension, fonds mutuels, finance alternative,...)

3) Les besoins du ménage au centre

- Le ménage est l'investisseur de long terme en dernier ressort : celui qui est en capacité de se projeter au-delà de sa propre existence, de s'engager au-delà de la génération. Parce que son horizon individuel s'allonge, qu'il dispose de nouvelles opportunités d'investissement (formation, santé,...), l'allocation stratégique du ménage influence davantage son bien-être. Parallèlement, le jeu démocratique a mécaniquement réduit l'horizon de l'Etat. Ce dernier doit mettre en place les mécanismes, les incitations et les règles qui favorisent et sécurisent l'épargne longue. Le vieillissement et l'enrichissement des économies développées a totalement inversé la perspective : le financement de l'économie ne dépend plus de la transformation des échéances du court vers le long terme mais de la capacité à lier l'épargne longue et l'investissement long. La puissance publique doit s'attaquer à toutes les distorsions et les barrières qui brident cette liaison.
- Pour la France, on peut effectuer le constat selon lequel les supports de l'épargne financière des ménages sont mal adaptés pour répondre à des besoins de long terme :
 - Développement de l'épargne sur livret défiscalisé, support d'une épargne de court terme.
 - Développement des contrats d'assurance-vie prévoyant des possibilités de rachat.
 - Faible développement de l'épargne retraite (PERP, PERCO,...).
 L'intermédiation de l'épargne s'est globalement accrue sans modifier l'horizon de l'épargne.

Parallèlement, plus que dans les autres pays industrialisés, les ménages français logent dans l'immobilier leur épargne à long terme. Ces caractéristiques sont aussi le résultat de décisions de politique économique.

- Pour les ménages, l'opacité et l'inefficacité de la fiscalité de l'épargne et du patrimoine ont été soulignées dans de très nombreux rapports. Un objectif à rechercher est la neutralité fiscale de l'épargne de long terme, qui passe par des taux dégressifs avec la durée de détention et s'annulant au-delà d'un certain horizon. Les augmentations de la CSG, l'alignement proclamé de la fiscalité des revenus du travail et du capital, le doublement des plafonds des livrets défiscalisés Livret A et des LDD ne créent pas d'écart de fiscalité entre épargne de long terme et de court terme. L'immobilier bénéficie de l'exonération fiscale des loyers fictifs.
- L'incertitude sur le devenir de l'Etat-Providence, *i.e.* sur la valeur de ses engagements implicites vis-à-vis des cotisants-contribuables, contribue à distordre les décisions à long terme des ménages. Ces engagements, qui reposent sur le principe de répartition, constituent la première composante du portefeuille élargi du ménage. Or cette composante est exposée à un risque que le ménage ne parvienne plus à mesurer ni du point de vue individuel, ni du point de vue collectif. Cette opacité inquiète et accroît encore le besoin de précaution de l'épargnant. Au-delà des réformes à mettre en œuvre, la Puissance Publique élargie aux institutions d'assurance et de protection sociale doit soumettre son action à une comptabilité de bilan, qui tienne compte de l'intégralité de ses engagements futurs en matière de retraite, santé,.... Cette gestion actif-passif de l'activité publique est essentielle pour gérer les risques et les couvrir mais aussi pour orienter l'épargne des ménages à long terme.
- L'allocation à long terme de l'épargne des ménages doit s'appuyer sur des supports intermédiés collectifs qui reposent au minimum sur un engagement contractuel de l'épargnant et au maximum sur une épargne forcée du cotisant-épargnant. Deux arguments justifient cette restriction à la liberté de chacun d'allouer son épargne. D'une part, le ménage peut être affecté par des biais comportementaux, qui requièrent un engagement. D'autre part, et c'est l'argument déterminant, le passif de l'intermédiaire financier doit être « visqueux » pour assurer une orientation vers le long terme de son actif. Cet argument se prolonge encore si l'intermédiaire financier met en place des mécanismes de partage intergénérationnel des risques. Les dispositifs français actuels d'épargne retraite qu'ils soient volontaires (PERP, PERCO) ou plus contraints ne sont pas suffisants.

4) Faire apparaître des investisseurs de long terme

- Le bon fonctionnement du système financier doit reposer sur une diversité d'acteurs. Les investisseurs de long terme se caractérisent par un passif « visqueux » qui leur permet de s'engager du point de vue l'actif. Ils sont les porteurs de l'horizon long des ménages pour faire contrepoids au court termisme des marchés. Ils sont les vecteurs d'innovations financières qui vont dans le sens du long terme.

- Ni les banques, ni les compagnies d'assurance ne peuvent assurer cette fonction compte tenu des réglementations prudentielles et des normes comptables. La France manque dramatiquement d'investisseur de long terme. La Caisse des Dépôts ne suffira pas !
- Ces ILT ont pour vocation à gérer l'épargne retraite des ménages formés de manière individuelle (volontaire) ou collective au sein des entreprises, des organismes publics (exemple du RAFFP), des professions particulières (profession libérale, régime sociale des indépendants,...). Ces acteurs doivent bénéficier d'un régime plus favorable en matière de contrôle prudentiel et de normes comptables. Faire émerger des ILT de taille suffisante suppose de reconvertir une partie des encours d'assurance-vie en épargne retraite. Cela peut également passer par des regroupements d'ILT aujourd'hui isolés et qui n'ont pas la taille critique pour procéder à une gestion d'actifs performantes au regard de leur passif.
- La question des économies d'échelle et de la taille est déterminante dans cette activité au regard de ce que l'on observe à l'étranger. Cette taille doit contribuer à développer une « culture du long terme » au sein de la finance :
 - Méthodes de gestion actif-passif, *Liability Driven Investment*
 - Gestion active : développement des *life cycle funds*, des *target date funds* comme ligne de développement des métiers de la gestion d'actifs
 - Amélioration de la gouvernance d'entreprises avec des actionnaires plus actifs.
 - Innovation financière : financement des infrastructures, partenariat public/privé.
 - Développement des obligations indexés à l'inflation. *Project bonds*.
 - Venture capital, fonds d'infrastructure, etc...