CHERCHE INVESTISSEURS À LONG TERME DÉSESPÉRÉMENT

Michel Aglietta

Université Paris X (EconomiX), CEPII et Groupama-AM

Gestionnaire Activement Responsable

Groupama
Asset Management

Besoins d'investissement LT et impact de la crise financière

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Investissement de LT /Investisseurs de LT

- Paradoxes:
  - La non coïncidence entre investisseurs de long terme et investissement de long terme : 30 $ tr./7 $ tr. (CDC, 2010)
  - Retrait des ILT // besoin de financement LT croissants dans le pays développés et émergents // une croissance potentielle limitée
  - Infrastructures : 50 $ tr. d'ici à 2030 (Ocde, 2007)
  - Lutte contre le réchauffement climatique : 45 $ tr. jusqu'en 2050 (Della Croce & al., 2011).
- **L'incapacité de financement des institutions bancaires et des Etats/ crise financière de 2008 et la crise de la dette publique**

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Les caractéristiques des investisseurs à long terme favorables au financement du long terme

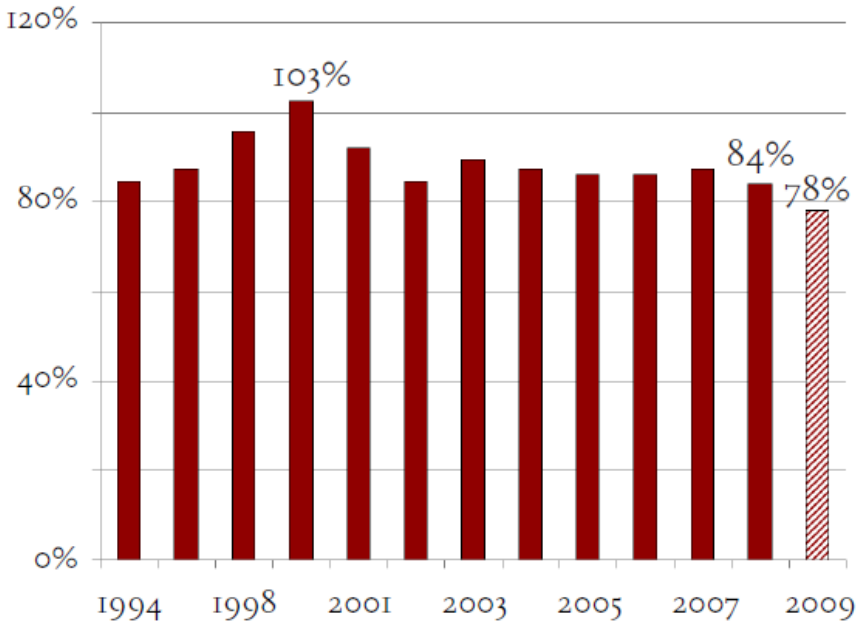
- **Horizon long terme: 10 à 20 ans**
- **Gestion actif/passif: le véritable benchmark d'un investisseur LT est son passif contractuel (investisseurs institutionnels) ou défini par une contrainte de tutelle (fons souverains et fondations universitaires)**
- **Gestion contrariante si forces de retour vers la moyenne dans les marchés actions et obligations en longue période**
- **Gouvernance: gestion cœur/satellite pour immuniser le passif, allocation stratégique à long terme, prépondérance du pouvoir de décision interne**
- **Impact sur l'économie:**
  - Orienter l'épargne sur des supports dont les durations sont peu sensibles à la volatilité des marchés à CT
  - capacité de stabiliser les marchés si gestion contrariante pendant les crises
  - Consolider les bilans des entreprises si actifs de dette et de capital peu sensibles au stress des marchés;

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

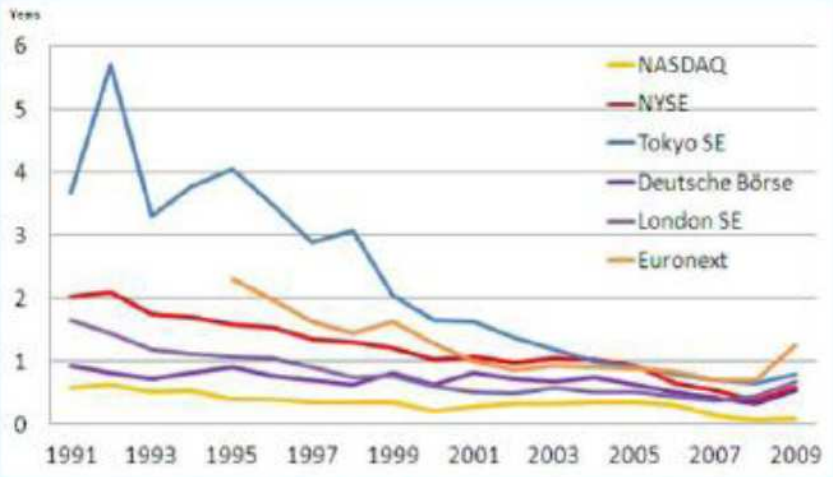
Groupama
Asset Management

Difficultés des investisseurs institutionnels à dominer l'instabilité des marchés

Sous-financement du passif des fonds de pension US



Réduction des temps de détention d'actifs



Source: OECD Corporate Affairs Division

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Groupama
Asset Management

Investisseurs à LT, « juste valeur » et normes comptables

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Groupama Asset Management

Les problèmes fondamentaux de la comptabilité en « juste valeur »

Les valeurs articulées dans les comptes sont de statuts économiques disparates:

- **valeurs réalisées** contre paiements avérés
- **valeurs imputées** (dépréciation des actifs corporels)
- **Valeurs supputées (**mark-to-model pour l'évaluation des passifs)
- **valeurs substituées** (mark-to-market)

Que peut signifier la juste valeur face à cette disparité irréductible?

› **Ce devrait être le meilleur compromis entre les qualités recherchées par les normes comptables.**

- **Pertinence** : refléter la réalité économique mesurée
- **Fiabilité** : garantir l'impossibilité de manipulations
- **Comparabilité** pour l 'allocation des capitaux

› Les normes IFRS **s'alignent unilatéralement sur un seul point de vue en prétendant qu'il contient tous les autres :** ***la valeur instantanée du marché***

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

La « juste valeur » n'est pas celle des IFRS

- **Pour redéployer la croissance économique vers le développement durable il faut:**
  - Évaluer le capital naturel et internaliser les externalités provoquées par la dégradation de ce capital, car la substituabilité des utilités économiques et des services de l'environnement est faible
  - Prendre en compte le risque catastrophique dû à l'incertitude radicale sur les seuils de température et leur dépendance/ concentration des gaz à effets de serre qui peuvent déclencher des bifurcations divergentes et irréversibles dans les systèmes écologiques
- **Conséquences : le calcul des rendements et risques des projets d'investissement doit être fondé sur des** prix notionnels **qui sont des guides du calcul économique extérieurs aux marchés financiers:**
  - Instaurer **une valeur sociale du carbone croissante dans le temps**
  - **La préférence sociale de temps doit être un taux ≈ 0** parce que fondée sur un principe éthique de préservation de la civilisation à l'égard des générations futures (Stern)→ les dommages futurs dus à l'irréversibilité du changement climatique doivent avoir une pleine valeur présente.
  - Lorsque la substituabilité entre utilité économique et services de l'environnement est faible, **le taux d'actualisation des projets d'investissement à LT converge vers la préférence sociale de temps**.

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Investir dans le développement durable peut-il soutenir un nouveau régime de croissance ?

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Groupama
Asset Management

Pour induire un nouveau régime de croissance, la révolution écologique doit transformer toute l'économie

- **L'énergie est source d'innovations génériques si planification stratégique très au-delà de la substitution de l'énergie fossile par l'énergie renouvelable pour entraîner des opportunités dans l'ensemble de l'économie :**
  - Réseaux de distribution intelligents avec régulation adaptée pour améliorer l'efficacité de l'usage de l'énergie aux utilisateurs finaux → induit transformation dans l'habitat
  - Réseaux de transport efficaces en énergie transforment l'urbanisme
  - Innovations frugales : conception bas carbone des biens durables ménagers et de la rénovation de l'habitat. **Des investissements inscrits dans les territoires et orientés par des avantages comparatifs géographiques.**
- **De multiples moyens doivent être combinés dans la planification stratégique :**
  - **Valorisation du carbone** pour inciter aux innovations génériques
  - Investissement public et associations public/privé en R&D
  - Changements réglementaires dans la définition technique des produits pour favoriser l'efficacité énergétique et la réduction d'émissions carbone dans production, distribution et usage final
  - Politique publique d'infrastructure et d'orientation industrielle

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Financement des investissements en développement durable

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

L’investissement en développement durable implique de changer la structure des rendements et des risques

- **Les technologies « propres » ne peuvent pas décoller spontanément dans le système des prix fourni par les marchés:**
  - Elles sont dominées par les technologies existantes dont la rentabilité est nourrie par les progrès de productivité incrémentale d’industries à rendements croissants
  - La demande ne peut pas s’exprimer si les externalités environnementales ne sont pas intériorisées dans le système des prix
- **Les opportunités d’investissement ne peuvent se révéler sans une stratégie de LT des gouvernements:**
  - Externalité veut dire échec de marché. Il revient à la puissance publique d’instituer le système de prix qui révélera les potentialités du progrès technique orienté « développement durable »
  - Le prix pivot qui est le « benchmark » pour l’évaluation des investissements de LT est **la valeur sociale du carbone**.

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Valeur sociale du carbone et financement de la politique climatique

- **La valeur sociale du carbone, en donnant une valeur économique à une externalité, crée un nouvel actif réel dans le champ du capital naturel : *les gaz à effets de serre évités.* On l'appelle *actif carbone*.**

- **Cet actif est un référentiel pour mesurer le rendement des projets d'investissement environnementaux parce qu'il est complémentaire des flux d'utilité tirés de ces projets. Des actifs financiers peuvent donc être adossés à cet actif réel: *certificats carbone et obligations carbone***

- **Ce sont des crédits pour financer des projets d'investissement dont le rendement se mesure à la valeur du carbone abattu. Il faut donc qu'il y ait des dispositifs publics de sélection de projets rentables et de validation des projets à basse intensité carbone : *besoin de réglementations publiques et d'organismes d'évaluation indépendants.***

- ***la valeur sociale du carbone est unificatrice et permet donc l'échangeabilité des titres fondés sur elle.* Il faut construire une intermédiation financière capable de mobiliser l'épargne à LT. Cela permettrait de donner une impulsion décisive à l'ISR.**

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Une intermédiation financière fondée sur l'actif carbone pour soutenir une politique industrielle européenne

- L'actif carbone jouerait dans le système monétaire le rôle de l'or dans l'étalon or **:**
  - Il aurait un prix garanti par décision politique et une « quantité » déterminée par la certification de la bonne réalisation des projets bas carbone par les agences publiques indépendantes.
  - Les attestations d'actifs carbone par les agences d'évaluation peuvent être acquises par la BCE (ou une banque publique du carbone) et des **certificats carbone** à valeur garantie peuvent être émis en contrepartie qui seraient des composantes des réserves bancaires.
- Une intermédiation bancaire sur base carbone :
  - La banque centrale détermine le montant des certificats carbone incorporés dans la base monétaire en fonction de ses objectifs macro, de la valeur sociale du carbone et des actifs carbone avérés par les agences de certification.
  - Les banques de développement et de financement pourraient financer les investissements bas carbone par des prêts dont les coûts seraient bonifiés par la diminution du risque permise par l'obtention de certificats carbone dans leurs réserves.

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Bilans bancaires d'une intermédiation financière reposant sur l'actif carbone

Banque centrale		Banques de financement et de développement	
Actif	**Passif**	**Actif**	**Passif**
Réserves de change	**Billets**	**Réserves des banques (dont certificats carbone)**	**Dépôts et emprunts ordinaires**
Titres de marché	**Dépôts bancaires**	**Prêts commerciaux**	**Obligations émises sur projets bas carbone**
Actifs carbone	**Certificats carbone déposés par banques**	**Prêts sur projets bas carbone**	**Capital**

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Construire une intermédiation financière non bancaire de l'investissement bas carbone : « Fonds Vert Européen »

- Un Fonds à l'échelle de l'Europe pour capter l'épargne des investisseurs institutionnels :
  - Capitalisé par la part du produit de la taxe carbone allant au budget européen et par une taxe européenne sur les transactions financières servant à garantir les risques des investisseurs des acheteurs d'obligations émises par le Fonds
  - Garanti par l'ensemble de l'Europe, ce Fonds émettrait des obligations en direction de pools d'investisseurs institutionnels
  - Les obligations sont rémunérées par des intérêts et les États actionnaires par des dividendes sur les rendements des actifs détenus par le Fonds
- Le Fonds est un intermédiaire financier :
  - Le Fonds finance des spécialistes de financement de projet environnementaux (*private equity*, banques de développement, fonds d'investissement en infrastructures, etc..)
  - Il peut aussi participer au financement d'investissements structurants décidés par les instances communautaires (politique énergétique ou de transports) sous forme d'acquisitions de « *project bonds* ».

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Une intermédiation financière non bancaire pour l'Europe : le Fonds Vert Européen

Banques de développement, fonds de private equity, intermédiaires spécialisés		Fonds Vert Européen		Investisseurs institutionnels	
Actifs carbone issus des projets validés Autres actifs	Prêts du FVE Apports en capital	Prêts aux financeurs d'actifs carbone Apport en fonds propre	Obligations sur actifs carbone Capital public de garantie	Actions obligations sur actifs carbone Autres obligations	Épargne accumulée (contrats retraite, d'assurances, etc…)

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.