

ÉDITORIAL

La crise mondiale et celle, plus récente, dans la zone euro ont eu tendance à raccourcir l'horizon prévisionnel et décisionnel de nombreux agents économiques. Dans le même temps, les incertitudes (sur l'emploi, les retraites...) poussent plutôt à la remontée du taux d'épargne des ménages.

Le problème de l'épargne dans la plupart des pays européens, y compris la France, est donc moins quantitatif que qualitatif. Il s'agit d'attirer une fraction accrue de l'épargne privée vers les investissements de long terme, afin de doper la croissance et l'emploi.

Le rapport affine le diagnostic, l'éclaire à partir de comparaisons dans le temps et dans l'espace, et propose des recommandations concrètes pour contrecarrer des évolutions spontanées parfois défavorables, sans sous-estimer les contraintes fortes qui vont peser pendant plusieurs années sur les finances publiques.

Christian de Boissieu

n° 05/2010

Rapport CAE n° 91

JUIN 2010

Investissements et investisseurs de long terme

Rapport de Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi,
Alain Quinet et Philippe Trainar

L'orientation d'une épargne « longue » abondante vers des investissements rentables tant économiquement que socialement est l'enjeu crucial des dix années à venir pour créer les emplois et l'activité. Pour Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi, Alain Quinet et Philippe Trainar, la France, à l'instar des autres pays industrialisés, doit favoriser l'émergence d'investisseurs de long terme en capacité de porter le risque long. Le rapport fournit dix propositions pour y parvenir. Elles concernent la constitution et la mobilisation de l'épargne longue ainsi que la création de véhicules d'investissement long associant public et privé.

Ce rapport a été présenté à Jean-Paul Faugère, Directeur du Cabinet du Premier ministre, le 27 mai 2010.

Cette lettre, publiée sous la responsabilité de la cellule permanente, reprend les principales conclusions tirées par les auteurs.

L'économie mondiale en déséquilibre

L'économie mondiale est en profond déséquilibre : des capitaux abondants ne parviennent pas à s'investir dans des projets pourtant si nécessaires au verdissement des économies développées comme au progrès social des pays en développement.

La finance globalisée peine à organiser la concordance des horizons : alors que celui de l'épargne s'allonge alimenté par la transition démographique et la croissance des émergents, l'horizon de l'investissement se rétrécit. Cette incapacité à diriger les capitaux vers des projets rentables tant économiquement que socialement est au centre de ce rapport. Certes, le système financier n'est pas le seul responsable de cette thésaurisation et du sous-emploi global qui en est la manifestation réelle, mais c'est bien la finance qui se situe au bout de la chaîne et qui doit mettre en adéquation l'offre et la demande de biens et services par égalisation de l'épargne à l'investissement.

La « rareté » des investisseurs de long terme

Investir à long terme requiert une intermédiation financière renouvelée, un écosystème diversifié au sein duquel les investisseurs de long terme occupent une place déterminante.

Fonds souverains, fonds de pension, assureurs, fonds publics d'investissement, toutes ces catégories étant entendues au sens large, gèrent une épargne longue qui s'organise quelquefois au-delà de l'horizon générationnel, ce qui lui confère une importance stratégique dans la conquête et le maintien d'avantages absolus des zones économiques.

L'action de ces investisseurs de long terme est utile en elle-même lorsque, s'appuyant sur leur horizon, ils se comportent en actionnaires avisés, patients et présents dans la gouvernance des sociétés contrôlées. Mais cette action est encore plus positive si l'on tient compte des vertus équilibrantes qu'ont ces investisseurs dans le fonctionnement des marchés, particulièrement dans le cas de crise

financière. Pourtant, cette action des investisseurs de long terme est bien insuffisante pour contrecarrer « l'insatiable appétit des investisseurs pour des titres sécurisés » et pour porter davantage de risques longs.

Dans les pays de l'OCDE et particulièrement en France, les investisseurs de long terme sont « rares ». Tout d'abord, l'État, qui en théorie dispose de l'horizon le plus long, n'a plus les moyens d'investir. Ensuite, les évolutions des cadres prudentiel et comptable raccourcissent les horizons des investisseurs institutionnels. Les capacités de transformation des banques et d'investissement des assurances et des fonds sont limitées par la mise en place des accords de Bâle 2 puis 3 et par la directive Solvabilité II. Enfin, la France ne dispose pas de véritables fonds de pension de sorte que les ménages y font figure d'investisseurs de long terme « résiduels », ce qui n'est pas le plus efficace (manque d'information, coût des incitations fiscales...).

Cette situation des pays industrialisés fait contraste à celle des pays émergents dans lesquels les investisseurs de long terme montent en puissance. Ainsi les fonds souverains prospèrent-ils sur les déséquilibres de l'économie mondiale. Pour les pays industrialisés, il sera d'autant plus aisé d'accueillir les investissements des fonds souverains émergents qu'ils seront eux-mêmes dotés d'investisseurs de long terme prêts à co-investir.

Pour une architecture financière française et européenne favorable à l'investissement long

Jusqu'alors, la globalisation financière a concerné des actifs que l'on pensait sécurisés, surtout des emprunts d'État, et a délaissé des horizons plus longs auxquels sont associés des risques radicaux et stratégiques. Ces risques sont de nature systémiques et leur mutualisation ne peut être assurée par le marché surtout globalisé. Elle relève davantage des États qui sont le cas échéant en mesure d'y faire face en les répartissant sur les contribuables présents et à venir. Si l'on y ajoute la persistance du biais domestique qui affecte la composition des portefeuilles des investisseurs, on en conclut que la finance de long terme s'effectue et continuera de s'effectuer à une échelle davantage locale, celle où s'exerce la souveraineté du collecteur d'impôts, que globale. La canalisation de l'épargne domestique vers l'investissement risqué et long est une question centrale des années à venir.

Dans cet environnement, l'Europe et la France doivent construire une architec-

ture financière qui opte résolument pour l'allongement et la sécurisation des horizons et s'appuie ainsi sur les investisseurs de long terme. Cette stratégie « ILT » doit trouver le bon équilibre entre la place des marchés et celle de l'État, d'un côté, et l'échelon national ou européen et global, de l'autre.

Dix propositions

Le rapport effectue dix propositions qui vont dans le sens d'une mobilisation de l'épargne longue vers l'investissement long. Elles concernent, pour les unes, l'offre de capital par la stimulation de l'épargne longue et, pour les autres, la demande et l'intermédiation du capital par les investisseurs de long terme. Pour comprendre ces propositions, il faut les lire en faisant sienne la logique de gestion actif-passif de tout investisseur. La concordance des horizons est cruciale : il ne s'agit pas simplement de développer l'épargne longue mais surtout de veiller à ce qu'elle soit bien prête à prendre des risques longs. Pour y parvenir, il est nécessaire de trouver l'équilibre judicieux entre les mécanismes financiers d'un marché correctement régulé (normes comptables et prudentielles notamment) et les mécanismes de garantie de long terme fournis par la collectivité. Autant les marchés financiers lorsqu'ils sont correctement régulés sont en capacité de gérer les risques marginaux de courte et de moyenne période, autant seule la collectivité, en tant qu'assureur de dernier ressort, peut absorber des risques longs qui sont de nature systémique. L'investissement long questionne donc le positionnement de l'État en tant que réducteur des incertitudes.

Dans ce qui suit, les propositions sont classées en distinguant d'abord ce qui peut être fait très rapidement, puis ce qui peut venir ensuite en étant davantage discuté notamment avec nos partenaires européens.

Favoriser l'offre de capitaux longs

À court terme, l'objectif est de trouver au sein de la réserve de valeur accumulée par les ménages⁽¹⁾ les 30 à 40 milliards d'euros qui permettraient de dynamiser et d'orienter notre appareil productif vers les défis que sont le verdissement et le vieillissement, ce dernier étant entendu au sens de la gestion des âges. Pour y

(1) Fin 2008, le patrimoine financier des ménages français est de l'ordre de 3 500 milliards d'euros, dont plus du tiers est contenu dans des contrats d'assurance-vie. En 2009, le niveau d'épargne financière des ménages français s'est élevé à 88,4 milliards d'euros contre 61,2 milliards en 2008.

parvenir, le rapport propose (propositions 4, 6 et 7) de favoriser parmi les produits d'épargne longue ceux qui prévoient une sortie en rentes viagères. Outre son avantage en matière de gestion du risque de longévité pour le ménage, la sortie en rente est la modalité qui permet le mieux d'adosser des actifs longs pour l'investisseur de long terme comme le développement des *super annuities markets* anglo-saxons le montre. Dans le domaine, le dispositif français peut être facilement corrigé en agissant sur le stock et les flux. Pour le stock, le rapport propose de faciliter le basculement d'une partie de l'assurance-vie vers l'épargne retraite sous forme de rente. Ce basculement s'effectue à coût fiscal instantané réduit. Pour le flux, l'illisibilité de la fiscalité des rentes viagères constitue un obstacle au développement de ces produits. De plus, la fiscalité associée au PERP pourrait être davantage neutre.

En ce qui concerne la fiscalité de l'épargne, l'opinion des auteurs du rapport est qu'il faut chercher à ce qu'elle oriente davantage les ménages vers les produits longs et qu'elle se rapproche pour ces produits d'une neutralité complète.

La proposition 10 concerne le financement obligatoire à long terme et indirect des PME françaises. Elle tient également compte des spécificités des PME pour lesquels le crédit bancaire reste crucial. Les compagnies d'assurance-vie sont friandes d'obligations foncières et ce produit sécurisé de refinancement hypothécaire a montré sa robustesse au cours des années récentes. Ce schéma de sécurisation peut être repris pour le refinancement des prêts octroyés par le système bancaire aux PME par la mise en place d'une plate-forme commune d'émission d'obligations sécurisées.

Agir sur les normes comptables, prudentielles et les structures des fonds d'investissement

Mal pensées, les normes comptables et prudentielles peuvent constituer des obstacles au développement de l'investissement de long terme. La mise en place de la directive Solvabilité II, qui s'applique aux assureurs, a été l'occasion de débats concernant la structure de placements des assureurs et le niveau de sécurisation des passifs d'assurance-vie. Des aménagements allant dans le bon sens ont été obtenus. Cette question est cruciale pour la France car l'assurance-vie joue de fait le rôle d'une épargne multi-usage, et notamment celui d'une épargne longue de préparation à la retraite. Les compagnies d'assurance occupent en partie la place que les fonds de pension ont dans d'autres économies.

Pourtant la spécificité d'investisseurs de long terme des assureurs n'est pas assez reconnue, voire même niée par Solvabilité II. Dans cet esprit, la proposition 3 du rapport propose que la France défende le statut d'investisseurs structurels à long terme (ISLT) à mi-chemin entre la compagnie d'assurance et le fonds de pension. La proposition 5 suggère alors de retenir le coût historique amorti comme base de comptabilisation des investissements financiers effectués par les ISLT ou à défaut pour la fraction de ces investissements qui concernent le long terme.

Le rapport effectue des propositions concernant la structure des fonds d'investissement. Plus précisément, il a été montré dans la littérature économique que la structure ouverte des fonds⁽²⁾ était favo-

(2) Un fonds est ouvert lorsqu'il est possible aux investisseurs de liquider leurs positions sans restriction.

nable au court-termisme des marchés et à sa transmission *via* la gouvernance vers les entreprises. À l'inverse, des structures plus fermées sont favorables à un investissement patient à l'image des fonds de capital investissement et d'infrastructure. Les propositions 8 et 9 sont favorables au développement de fonds fermés investissant simultanément dans le coté et le non-coté, qui pourraient s'inspirer des structures de gouvernance du capital-investissement.

Mettre en place des véhicules public-privé d'investissement de long terme

Le rapport propose d'organiser un partage des risques pertinents entre le privé et le public pour des projets bien ciblés. La vocation de la puissance publique est de prendre en charge les risques longs et extrêmes alors qu'un investisseur privé supporte des risques plus courants.

Comme l'indique la proposition 1 du rapport, il s'agit de mettre en place des véhicules d'investissement associant public et privé dans lesquels l'État apporterait un capital contingent sous forme de dettes hybrides, ce qui permettrait de lui faire transférer les risques longs. Après sélection de projets d'intérêts généraux précisément ciblés, un fonds serait mis en place dans lequel l'État apporterait du capital en partenariat avec des investisseurs de long terme privés. La sélection des entreprises s'effectuerait par le fonds et la nature des capitaux apportés à ces entreprises (sous forme de dette hybride) serait en parfaite cohérence avec la manière dont l'État participe au fonds. Le rapport cite deux domaines dans lesquels un ou des fonds de ce type pourrai(en)t être monté(s) :

- renforcer la capacité de défense de l'Europe ;
- refonder la formation professionnelle.

Liste des propositions

Proposition 1

Dédier des véhicules associant public et privé à des projets ciblés d'investissement long terme.

Proposition 2

Concevoir un système d'assurance contre les risques financiers systémiques qui limitent les exigences de couverture en capitaux propres des institutions financières.

Proposition 3

Reconnaître les spécificités des investisseurs long terme en accordant un statut d'investisseur structurel de long terme d'« ISLT » aux investisseurs ayant pour caractéristique de travailler sur fonds permanents en situation d'activité courante.

Proposition 4

Ajouter dans les contrats d'assurance-vie une option retraite combinant sorties en rente et en capital et bénéficiant d'avantages fiscaux en sortie si l'option est souscrite avant 55 ans.

Proposition 5

Pour les investisseurs structurels (ISLT de la proposition 3) : introduire le coût historique amorti comme base de comptabilisation des investissements financiers ou, à défaut, accorder le régime du coût amorti aux investissements de long terme.

Proposition 6

Simplifier et assurer la neutralité de la fiscalité des rentes viagères acquises à titre onéreux quel que soit l'âge du bénéficiaire.

Proposition 7

Favoriser le développement du PERP en le faisant bénéficier d'une plus grande neutralité fiscale.

Proposition 8

Favoriser le développement de fonds fermés d'actions cotées, y compris *small* et *mid caps*.

Proposition 9

Créer des fonds fermés dédiés au financement des fonds propres des entreprises innovantes regroupant du capital-risque et des actions « *small caps* ».

Proposition 10

Favoriser l'accès indirect des PME aux marchés obligataires par la mise en place d'une plate-forme commune d'émission d'obligations sécurisés permettant le refinancement des prêts aux PME.