

# Où est donc passée la culture du risque en Europe?



EDOUARD NOUVELLON

*Banque Degroof, institutional desk, head of structured products & derivatives*

**A**u cours des années 80-90, l'économie européenne était critiquée pour son manque de fonds propres au sein de son tissu industriel. Après les années 2000 du triomphe malheureux de l'effet de levier, c'est à l'éclatement d'une bulle de la dette à laquelle nous faisons face aujourd'hui et dont nous peinons à sortir. Ceci pose la question du financement de notre économie.

Les investissements d'aujourd'hui sont les profits de demain et les emplois d'après-demain, expliquait l'ex-chancelier allemand Helmut Schmidt. Seulement voilà: il semblerait qu'il n'y ait plus beaucoup de ressources pour investir. De quelles ressources parlons-nous, alors que le marché affiche des ratios de liquidité dans les portefeuilles institutionnels et privés historiquement élevés? Cette liquidité ne demande qu'à être investie à des taux de rendement intéressants. Or les carnets d'épargne affichent des montants records et les taux réels des obligations sont au plus bas, tant l'appétit pour ce type d'actif est important. Où est donc passée la culture du risque en Europe?

Les personnes physiques ont été refroidies à deux reprises en moins de dix ans sur les marchés actions. Elles semblent ainsi réfractaires à participer au financement par fonds propres de nos entreprises.

C'est donc des investisseurs institutionnels, compagnies d'assurances et fonds de pension que peut venir notre salut. Ils profitent de la mutualisation des risques et ont des engagements à très long terme. Nous avons ici un acteur de choix pour aider nos entreprises dans leurs investissements et leurs prises de risques, source des em-

ploi d'après-demain.

Cependant, le projet de directive européenne «Solvabilité II», qui se donne pour objectif de renforcer la culture de la gestion du risque semble leur couper les ailes.

## La fin de toute prise de risque?

Solvabilité II, dans sa forme actuelle, pénalise bien plus les investissements en actions que les investissements dans des dettes étatiques: les actions affichent le ratio de capital requis le plus élevé, parmi toutes les classes d'actifs. C'est logique, car elles représentent bien la classe d'actifs la plus risquée.

Plus dérangeant: le traitement donné aux actions concernant leur durée. La durée des actions est considérée comme nulle dans le projet de directive. Ainsi, tout investissement en action déséquilibre le bilan des compagnies d'assurances; la durée moyenne des engagements au passif, elle, étant proche de 15 ans.

La durée moyenne des emprunts d'Etats est comprise entre six et sept ans, celle des emprunts d'entreprises privés proche de quatre. Quel actif reste-t-il aux compagnies d'assurances pour équilibrer leur bilan en termes de durée, et ne pas trop subir les mouvements de taux d'intérêt?

En termes de financement de l'économie, l'augmentation de la part de l'immobilier sous forme trisérée ou en direct dans les portefeuilles institutionnels est indiscutablement un succès: elle répond à l'assèchement du financement bancaire et le renouvellement du parc immobilier en est l'illustration.

Une autre manière, plus discutée, de couvrir des engagements longs sont les swaps contractés entre les organismes de pension et les banques. Les swaps sont des instruments d'échange de flux permettant, ici, artificiellement, d'allonger la durée des actifs compensant une pénurie d'actifs à long terme dans lesquels investir.

N'est-il pas dommageable de devoir utiliser un instrument dans lequel le capital n'est nullement investi dans l'économie réelle, parce que les actions ne sont pas considérées, comme un actif de long terme? Elles représentent pourtant un investissement à durée infinie dans une entreprise en échange de ses bénéfices futurs. Pourquoi considérer qu'elles ont une durée nulle?

**Le projet de directive Solvency II a pour but de renforcer la culture de la gestion du risque.**

**Or, en considérant que les actions ne sont pas des actifs à long terme, il détournerait les investisseurs de l'économie réelle.**

**L'Europe risque ainsi de se tirer une balle dans le pied, de tarir ses sources de financement, en cantonnant l'épargne à des actifs à faible risque et à rendements bas.**

## Double risque

Plusieurs pistes de solutions peuvent être envisagées: via la durée de récupération du capital, ou par le calcul d'une durée façon Macaulay, utilisant les dividendes actualisés au coût des fonds propres. Ouvrons le débat.

Le système des pensions des pays développés offre, à l'Europe, des investisseurs de très long terme, qui semblent les mieux placés pour financer l'économie réelle en participant au financement des fonds propres des entreprises. La directive Solvabilité II incite grandement les compagnies d'assurances à investir une partie prépondérante de leurs actifs en emprunts d'Etats, peu rémunérateurs, au lieu de financer des besoins de plus long terme, source de création de valeur future. Ce faisant l'Europe prend un double risque à plus longue échéance.

En premier lieu, celui de tarir les sources de financement de long terme, dont nos entreprises ont pourtant besoin, pour croître, investir dans la recherche, créer des emplois et surtout ne pas devoir subir la menace des pays émergents qui n'auront pas de scrupule à prendre le contrôle de nos entreprises.

En second lieu, celui de contraindre des compagnies d'assurances à ne pas profiter de la capitalisation de long terme en étant cantonnées à des actifs de court terme faiblement rémunérateurs. Lorsque qu'un institutionnel investit une partie de son portefeuille en actions, cela engendre des risques mais un rendement attendu plus élevé que le rendement des obligations d'Etat. Par contre, couvrir des engagements par des actifs offrant un rendement de 2%, revient assurément à aller vers la sous-capitalisation à terme.

Il n'est nullement question de remettre en cause les fondements de la directive Solvabilité II, mais il est du devoir de l'Europe de ne pas se tirer une balle dans le pied en cantonnant son épargne à des actifs à faible risque et à rendements bas.

Ce serait, sans aucun doute, renforcer la situation suffisamment difficile des générations futures qui devront déjà assumer les dettes contractées depuis plusieurs décennies.

Mesdames, Messieurs les régulateurs, notre économie a besoin de fonds propres. Ne cassez pas les ailes de leurs plus grands pourvoyeurs, dans l'intérêt de tous.