

CHAPITRE 6 : LES NON BANQUES, NOUVEAUX ACTEURS DE LA FINANCE MONDIALE

I- Des acteurs aux contours mal définis et à l'origine diverse

A. La Comptabilité Nationale française :

- Au sein des institutions financières (cf. chapitre 2) :
 - les autres intermédiaires financiers (hors assurances et fonds de pension) dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière en souscrivant des engagements sous des formes autres que du numéraire (autres OPC, holdings financières, etc.) sous-secteur des institutions financières
 - Auxiliaires financiers (sociétés de gestion de portefeuille, bureaux de change)
 - les sociétés d'assurance et les fonds de pension

N.B. : **les OPCVM monétaires** (ou SICAV ou OPC = porte feuille d'actifs financiers) **sont rattachés aux institutions monétaires financières** (banques) afin de prendre en considération le processus d'innovation financière, déjà à l'oeuvre dans un certain nombre de pays, qui donne aux agents économiques la **possibilité de substituer des titres à des dépôts monétaires**.

→ *On ne distingue plus de ce qui peut être assimilé à de la monnaie à ce qui ne peut en être.*

- 2 grandes catégories : **les institutions financières monétaires et non monétaires** (thème de ce chapitre). On parle donc des intermédiaire financiers qui fournissent des services, mais non lié à l'activité de monnaie > au passif.

B) Nomenclature de l'Organisme pour la Coopération et le Développement Economique OCDE

- Organismes de placement collectifs OPC (Manuel de référence OCDE 2008) : liste (non exhaustive)
 - Fonds d'investissement
 - Fonds communs de placement (mutual funds)
 - Unit trusts
 - Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)
 - Fonds de capital-investissement (private equity, cf infra le cas de la France)
 - Fonds de placement immobiliers
 - Fonds de placement monétaires (= les SICAV monétaires)

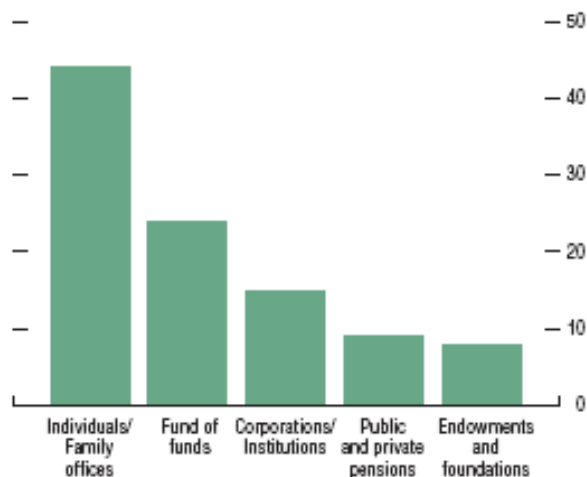
Important : **Les fonds de pension** (c'est-à-dire les régimes de retraite financés par les employeurs pour le compte de leurs salariés) ne sont généralement **pas considérés comme des organismes de placement collectif**, car :

- **Engagements de long terme** (payer les retraites) ≠ des OPCVM, SICAV qui ont des actions ordinaires (= court terme) → soit une différence de nature.

- **Conditions très rigoureuses** afin que les salariés touchent leurs retraites (on ne s'amuse pas avec les fonds collectés) ≠ l'investisseur OPC qui peut à tout moment « réalisé » son investissement.

• Les fonds collectés pour la retraite par ces fonds de pension sont placés sur les marchés financier = **système par capitalisation** (≠ système par répartition)

• Paradoxe : ces fonds de pension sont **fortement imbriqués dans les autres OPC et donc difficiles à distinguer des acteurs financiers** en placement collectif essentiels (cf illustration ci dessous)



← Origine du capital des Hedge funds par type d'investisseur (2005, en % du total)

Hedge funds : fond spéculatif, un certain **type d'OPCVM orienté vers le haut risque**.

Les ressources de ces fonds proviennent aux alentours de 45% de ménages riches, mais surtout les 65% proviennent des autres fonds !

C) Les investisseurs institutionnels : une notion imprécise.

• Définition de l'investisseur institutionnel :

Selon le cours → seulement OPC (fonds mutuels, spéculatifs) + fonds de pension.

≠

Selon Dictionnaire Vernimmen → **OPC + fonds de pension + banques**.

1) Des origines très diverses :

• Une séparation ancienne et réglementaire entre banques qui gèrent la monnaie et les autres institutions financières.

2) Des modes de collectes de l'épargne très différente :

• Épargne pour retraites dans pays à fort **système de capitalisation** (les pays anglo-saxons) = **les fonds de pension**.

• Epargne des ménages = assurance-vie en France, dorénavant versée en tant que rente mensuelle, et donc "semblable" à une retraite.

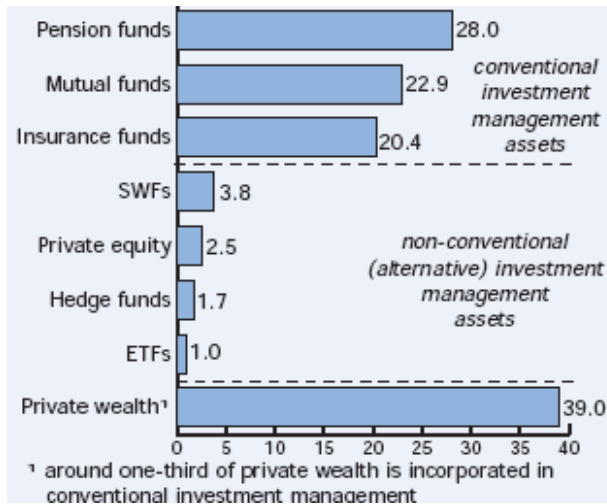
• Clientèle fortunée (hedge funds, fonds d'investissement, asset management)

• Réserves de change importante par certains pays (pays pétroliers, Chine etc.) : **les fonds souverains = l'épargne des "Etats" (= avoir des excédents dans la balance des paiements)**.

II- Un rôle croissant sur les marchés financiers et dans la gestion des entreprises

- En 2005 : 46 000 Mds \$ d'actifs, dont :
 - 16 900 par les assureurs
 - 12 900 par les fonds de pension
 - 16 200 par les fonds mutuels

• Principaux acteurs non bancaires du système financier : des institutions de poids très différent :



Pension funds = fonds de pension, position dominante.
 Mutual funds = SICAV françaises
 Insurance funds = les compagnies d'assurance.

→ = gestionnaires de fonds. Ce sont des **institutions financières non monétaires conventionnelles** (= bien installées).

→ les nouveaux acteurs, non conventionnels, sont en train de monter : les fonds souverains (SWFs), Private equity et fonds spéculatifs.

Rq : les 39 milliards de dollars = richesse privée des ménages (ceux qui ont plus de 100 000\$/an).

- L'importance des Investisseurs institutionnels (IF non monétaires) par pays :

\$bn, end-2009	Pension funds	Insurance assets	Mutual funds	Total conventional	% share
US	18,088	6,671	11,121	35,880	50
UK	2,544	2,808	729	6,081	9
Japan	1,043	2,785	661	4,489	6
France	219	2,188	1,806	4,213	6
Germany	174	1,844	318	2,336	3
Netherlands	1,028	484	96	1,608	2
Switzerland	547	387	168	1,102	2
Other	4,353	2,724	7,984	15,062	21
Total	27,996	20,383	22,883	71,262	100

→ Spécificité nationale !

→ En France, sur 4,5 milliards, 2,1 pour l'assurance vie, 1,8 pour les Sicav et 0,2 pour les fonds de pension. **Pendant longtemps, la collecte de l'épargne > bancaire. Maintenant, non bancaire > Sicav, assurance vie et fond de pension.**

→ La France rattrape son retard : **l'importance croissante des investisseurs institutionnels.**

- Croissance des actifs financiers par type d'investisseurs 1999-2006 (montant en monnaie nationale, indice en 2006, base 100 en 1999)

Type d'investisseur	R-U*	Etats-Uni	France	Japon*	Allemagne	Italie*	Espagne
Fonds d'investissement	152	160	196	143	137	70	128
Sociétés d'assurance	122	153	178	118	144	223	193
Fonds de pension	119	126	0	134	149	241	232
Autres	0	585	0	114	0	148	0
Total	125	146	186	127	142	133	158

... mais les fonds de pension sont encore très peu présents en France.

A. Les facteurs de croissance.

- Dans un contexte de déréglementation et de libéralisation des marchés financiers :
 - **montée des déficits publics et des besoins de financement des Etats** = Etat se tourne vers les marchés financiers.
 - **Programmes de privatisations des services publics** = L'Etat laisse des actifs publics aux marchés financiers.
 - **Besoin de financement des entreprises** et gouvernement d'entreprise favorable aux actionnaires
 - **Mesures fiscales favorables au capital et l'épargne** = les revenus de placements financiers sont imposés différemment.
 - **Crainte sur le financement des retraites** = les acteurs non monétaires en profitent.
 - « Culture » boursière et accroissement du nombre de « riches » dans le monde (même si culture en baisse depuis 2008).

- Le nombre de « riches » s'accroît régulièrement et les pays riches continuent de dominer.

B. Des modes de gestion diversifiés

Une typologie des modes de gestion des fonds d'investissement fondée sur une double distinction (Plihon et Alii, 2002) :

1) Gestion interne et gestion externe :

- Gestion externe : le dirigeant du fonds choisi confie les actifs à un **gestionnaire extérieur** (money manager) : il ne les gère pas (sinon c'est de la gestion interne). La gestion externe est **en forte croissance, en raison de la complexité des produits financiers et des exigences de défense des épargnants** (sinon procès).

Rq : les sociétés confient de plus en plus les portefeuilles des particuliers aux money manager selon les 2 raisons cités ci dessus.

2) Gestion active et gestion passive

- Gestion active : le gestionnaire sélectionne les titres à acheter (stratégie dite de stock picking) afin d'**obtenir des rendements supérieurs à la moyenne du marché**. On appelle ça "battre le marché". **Gestion plus risquée**

- Gestion passive : le gestionnaire organise son portefeuille en **suivant la composition de l'indice boursier : Gestion plus sûre**.

Rq : possibilité de combiner les deux.

3) Développement de stratégies indicielles

On note depuis 10 ans le développement de ces stratégies.

- Définition : **obtenir une performance la plus proche possible de celle d'un indice général** (ex. : indice Dow Jones).

- Les raisons de cet essor :

- **pour les grands fonds d'investissement** (dont les fonds de pension par exemple), s'il ne pratiquait par la gestion indicielle ⇒ **risque de déséquilibrer le marché** par des ventes/achats trop importants. En effet, le montant qu'ils gèrent est bien plus important que le volume quotidien des indices boursiers.

- **éviter la prise de risques** (difficulté de 'battre le marché' = gestion active)

- **la théorie des « marchés parfaits »** (ou « efficients ») : l'auteur Fama a expliqué que les marchés financiers étaient les plus parfaits de tous car toute l'information disponible est immédiatement répercutée dans le prix ⇒ plus raisonnable et moins coûteux d'imiter le marché.

4) Un regard sur Keynes :

- **Incertitude radicale** ↔ méconnaissance totale de l'évolution → Les opérateurs établissent des « conventions » ou croyances collectives. **Tous les opérateurs « jouent » dans le même sens** (hausse ou baisse).

- « **Croyances autoréalisatrices** » → formation de bulles spéculatives (qui se dénouent en krachs).

- **Critique du "mimétisme" des opérateurs**.

III- Des formes d'activisme actionnarial différents ?

A. Comment les investisseurs institutionnels gèrent-ils leurs fonds sur les marchés financiers ? Plusieurs types de gestion :

1. Les 'raiders' = recherche de gains à très court terme et très élevés.

- **Sur les marchés financiers**, ils adoptent souvent une **prise de position spéculative sur les monnaies** (« jouer » une monnaie à la baisse) (ex: Hedge funds).

Exemple : spéculer à la baisse sur une monnaie...

Trois possibilités si on joue par exemple le dollar à la baisse contre l'euro :

- Soit emprunt de \$ sur 3 mois et vente de ces \$ contre des €, afin d'investir dans

cette devise. Le spéculateur tire profit de cette dévaluation parce que l'achat des \$ pour les rembourser l'emprunt coûte moins cher (si le \$ a baissé dans 3 mois)

→ Soit vente de \$ à terme (= on vend aujourd'hui à t_0 , on livre dans 3 mois $t+3$) en espérant pouvoir l'acheter à un taux de change inférieur (grâce à la dévaluation) lorsqu'il faudra régler le contrat à terme (livrer les \$) en $t+3$.

Rq: Vente à terme = le fait de passer un contrat à un prix fixé à t_0 et dénouer le contrat en $t+n$.

→ Soit vente de produits dérivés (contrats à terme en devises ou d'options de vente) en espérant pouvoir les racheter moins cher (grâce à la dévaluation) à l'échéance du contrat.

- Le **rachat d'entreprises afin de revente rapide**.

Exemple : certains private equity dont le volume d'actifs gérés s'accroît depuis quelques années surtout aux Etats-Unis) (TD).

Ce rachat d'entreprise se fait par le biais du **processus LBO : rachat par effet de levier**.

Le processus de LBO :

→ Financement par effet de levier (emprunter et espérer (LBO) = fort endettement bancaire (entre 60%-90% du montant du rachat)

Levier : **faire usage de ressources empruntées qui rapporteront plus que ce qu'elles ont coûtées**.

→ Rachat d'une entreprise largement financé par un emprunt (le rachat d'entreprise par salariés, RES, ou par le management en fait partie)

→ Un espoir de remboursement sur les bénéfices futurs de l'entreprise acquise

→ Une croissance forte au cours des dernières années (infra)

Un risque dans la crise actuelle : Les banques françaises ont plus de 60 milliards d'€ de créances bancaires sur LBO.

Les raiders sont-ils capables de rembourser les banques ? Pas sûr, les entreprises ne se vendent plus depuis 2008.

Ce qui est certain : **les LBO ont contribué aux processus de titrisation**

2. Une stratégie de moyen terme (Mutual funds, Bancassurance française...).

- **Proximité des actionnaires des fonds en question et des dirigeants des entreprises contrôlées**, aussi longtemps que les résultats sont bons. Dans le cas contraire > désengagement.

3. Une gestion de long terme : les fonds souverains (FS) :

- **Créés pour gérer de manière active les réserves de change officielles de pays** (surtout pétroliers, > 52% des FS sont au Moyen-Orient).

Une domination de la Chine, Asie, Moyen-orient

- Une **importance croissante** des fonds souverains (2 000 à 3 000 Mds \$) mais loin des 32 000 Mds des fonds de pension.

Les objectifs des fonds souverains :

- **Préserver leur pays d'origine des conséquences de la volatilité des revenus** liés à l'exportation de matières premières : moyen d'intervention pour préserver la volatilité, l'écart type, déstabilisateur.

- **Limitier les effets pervers d'une trop grande dépendance** vis-à-vis des ressources naturelles et diversifier leurs investissements
- **Développer une gestion active** (investissement dans les économies, plus spéculative, plus risquée) et pas seulement passive (achats de bons du Trésor par exemple)

Les avantages :

« La France, pays pleinement ouvert aux investissements internationaux, reconnaît le rôle utile que peuvent jouer les fonds souverains comme source de financement. » Ministère des finances, 05/03/2008

- **Fourniture de liquidités sur les marchés financiers** : ils ne s'effondrent pas.
- **Financement de l'activité économique** (rachat de banques et d'entreprises en difficulté : Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS). Plus récente : proposition de la Chine (via ses fonds souverains) d'acheter le port d'Athènes et le renflouement des caisses du Portugal par la Chine également.
- **Gestion de LT** (souvent opposée au « court-termisme » d'autres fonds).

Les risques posés par les fonds souverains :

- Un **manque de transparence** dans l'utilisation des ressources publiques. On n'impose pas à la Chine de révéler ses informations.
- Des **risques pour la stabilité financière** via l'interventionnisme.
- Une **perte de souveraineté dans la gestion des entreprises** (facilités portuaires de NY, CONOCO)

59% du capital des entreprises européennes cotées est détenu par l'ensemble de ces institutions.

Des différences significatives dans le contrôle des fonds étrangers dans les pays européens