



ÉDITORIAL

PHILIPPE WAHL *

Épargne, retraite, vieillissement, marchés financiers, fonds de pension, croissance économique, spéculation, de nombreux éléments du débat économique contemporain convergent vers l'industrie de la gestion d'actifs.

Cette industrie regroupe l'ensemble des acteurs, entreprises et institutions gérant pour compte de tiers des actifs financiers dans une perspective d'épargne. Elle est devenue un élément essentiel de la finance moderne. D'ailleurs, les groupes bancaires comme les groupes d'assurance font de ce même métier un pôle essentiel de leurs modèles économiques.

La montée des préoccupations face aux difficultés économiques, surtout celles liées au passage à la retraite des classes d'âge nombreuses nées dans les pays développés après la Seconde guerre mondiale mettent en valeur le rôle de la gestion d'actifs dans l'équilibre macro-économique et social.

La croissance considérable de cette industrie, illustrée par Pierre Bollon et Carlos Pardo dans le premier article, constitue l'une des réponses à ces préoccupations face à l'avenir.

Le présent numéro de la *Revue d'économie financière* cherche à la fois à faire progresser la réflexion sur le rôle de cette industrie et à fournir des références sur les sujets clés qui la concernent.

Il est centré sur les métiers de la gestion et non sur la logique de distribution dont les formes d'organisation sont très différentes selon les pays et méritent un ouvrage en soi.

* Président de Solfi.

Ce numéro spécial a été co-piloté par Pierre Bollon, Carlos Pardo, de l'AFG, et Philippe Wahl.



Les contributions proviennent des différents acteurs de l'industrie : responsables des entreprises du secteur ou des associations professionnelles françaises et européennes, régulateurs bancaires et financiers, syndicalistes, gestionnaires, universitaires et chercheurs, responsables d'agences de notation.

Elles sont organisées en quatre parties :

- la présentation des finalités de la gestion,
- la vision technique des modes de gestion et des produits,
- l'analyse de l'économie industrielle,
- et enfin une observation internationale sur l'Europe, les États-Unis, le Japon, la Chine et l'Inde.

Ces contributions soulignent toutes, chacune à leur manière, le rôle central de la gestion de l'épargne dans l'économie actuelle.

Que chacun des auteurs de ce numéro soit remercié pour l'éclairage apporté sur le fonctionnement actuel de l'industrie et sur la compréhension des ressorts de son évolution.

Nous souhaitons en introduction de cet ouvrage insister plus particulièrement sur trois éléments : la nécessité de la spécialisation, la transparence de l'information, le rôle de la politique économique.

Le développement de l'industrie de la gestion d'actifs passe par un accroissement des expertises à chaque stade du processus industriel. Ceci se traduit par une spécialisation accrue des tâches.

L'existence d'une organisation professionnelle active va dans ce sens. L'AFG joue un rôle de défense classique des intérêts de la profession. Elle porte également une ambition « industrielle ». Ainsi dans « Gestion : Paris peut-il être le Boston de l'Europe ? »¹ Pierre Bollon, délégué général de l'AFG, allait-il au-delà des enjeux réglementaires pour affirmer que l'industrie française a un rôle clé à jouer dans la compétition financière internationale ?

D'ailleurs, la croissance de l'industrie se traduit déjà par l'apparition de nouveaux métiers et par la multiplication de petites entreprises de gestion et de services appliqués à la gestion. Cette phase de créativité entrepreneuriale est la preuve du dynamisme professionnel. À côté des grandes institutions indispensables à la stabilité et à la puissance du secteur, les petites entités font entendre leur « différence » et portent des idées d'innovation et de qualité de service. Ces entreprises contribuent également à la profondeur du marché en travaillant sur des « niches » d'actifs (small cups...).

Il ne s'agit pas de plaider que *small is beautiful* mais de constater que *small is useful*.



Face à cette montée en puissance, il va de soi que le régulateur devra également s'adapter. Le défi n'est pas mince du fait même de la multiplication du nombre des acteurs.

Le régulateur doit limiter les risques sans verser dans la sur-réglementation. Les clients prennent des risques financiers sur les actifs choisis. Il faut s'efforcer de cantonner leurs risques à cela.

Les régulateurs comme les professionnels du secteur doivent donc se donner comme objectif prioritaire de réduire drastiquement le risque opérationnel.

C'est, bien sûr, une question de confiance pour les épargnants, c'est aussi une question de sécurité macroéconomique.

LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION

L'économie de la gestion d'actifs repose fondamentalement sur l'information et son analyse par tous les acteurs.

Or, les informations disponibles sont, en général, très complexes. Elles concernent des actifs dont les lois (ou plutôt) les profils de variation sont très différents, voire aléatoires. Elles s'appliquent à des cycles d'investissement longs qui sont parfois simplement imprévisibles.

Il faut donc donner la priorité absolue à la qualité et à la transparence de l'information dans la distribution comme dans l'analyse financière.

9

Vis-à-vis de la clientèle, d'abord

La transparence sur les produits, leurs tarifs et surtout leurs risques doit être totale.

De ce point de vue, les professionnels comme les médias, doivent s'efforcer de viser à la comparabilité des offres commerciales et à celles des performances.

Il est important aussi de veiller à l'adaptation des produits financiers à leur clientèle. L'émergence de la catégorie des investisseurs avertis constitue un premier moyen utile de protection.

Dans la mesure où une partie des revenus de retraite proviendra des régimes de capitalisation (ce qui constitue une novation macroéconomique pour de nombreux pays), il est essentiel de limiter les risques pris par la clientèle la plus modeste.

Les grandes institutions financières qui structurent le marché ont, dès lors, avec les régulateurs et les médias, une responsabilité particulière à l'égard du grand public.

Il y va de la confiance des clients, et donc de la stabilité de l'épargne.



Vis-à-vis des professionnels, ensuite

Les différentes procédures judiciaires qui ont fait trembler le monde financier américain (Enron, Worldcom, Arthur Andersen) soulignent la fragilité des réputations et des « valeurs ».

Parmi leurs conséquences, un premier mouvement a eu lieu dans l'organisation des institutions financières : la « distanciation » entre les fonctions de gestion et d'analyse financière.

Mais on n'en est pas encore à l'autonomie ou à l'indépendance de l'analyse financière sauf dans le cas des analystes « buy-side ». Celles-ci paraissent pourtant des objectifs utiles et réalistes. Ainsi, le découplage (*unbunbling*) des commissions de courtage, d'une part, et du paiement de la recherche, d'autre part, peut-il constituer une première étape.

Le travail d'analyse financière fournit une information à valeur ajoutée sans laquelle il est impossible d'investir. Il gagnera à être payé directement par ses clients. Or, le risque de conflit d'intérêts persiste dans les grandes organisations, du côté du « sell-side », même si le problème a aujourd'hui perdu de son acuité.

Les acteurs de l'industrie devraient s'efforcer d'organiser l'émergence d'une analyse financière indépendante sur les marchés secondaires comme pour les introductions en Bourse. Cette analyse indépendante pourra coexister avec d'autres formes d'organisation.

Il y a là un enjeu de lucidité collective et de confiance globale dans l'industrie.

LE RÔLE DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

L'industrie de la gestion d'actifs administre des sommes considérables, mais elle ne crée pas elle-même la croissance économique.

L'avenir de l'épargne investie continue de se jouer dans les économies réelles, c'est-à-dire dans leurs capacités à créer des richesses et de la croissance.

C'est d'ailleurs l'économie réelle qui a imposé l'évolution du mode de financement des retraites. En effet, la dégradation sensible et inéluctable du rapport cotisants/retraités, qui constituait le pilier du régime de répartition, est le facteur qui a déclenché cette mutation.

Ainsi les performances des actifs sur moyenne et longue période sont liées à la croissance réelle, même s'il existe une certaine autonomie de la sphère financière (sur-réaction, bulles...)

Cependant les masses financières gérées auront une influence sur les évolutions macroéconomiques. Elles constituent, de ce fait, un sujet pour les politiques économiques.

Les pouvoirs publics français ont créé, comme le souligne Alain Leclair, des instruments utiles d'épargne à long terme comme le PERP



ou le PERCO. De même, en Chine, le ministère des Finances a-t-il décidé de la constitution du premier fonds de capitalisation (pour la retraite des fonctionnaires) afin d'acquérir l'expérience de ce nouvel instrument financier.

Mais au-delà de la création de ces outils financiers, se pose la question de l'orientation de l'épargne.

L'État peut, bien sûr, utiliser la politique fiscale. Il nous semble qu'il est fondé à le faire au regard des enjeux portés par l'épargne à long terme.

La première remarque est qu'il importe que cette politique fiscale ne varie pas de façon chaotique. Ceci doit permettre une stabilité des conditions et horizons d'investissement, ainsi que le respect du contrat entre l'épargnant-contribuable et le produit financier concerné.

La seconde est qu'il est utile que l'État encourage la prise de risque économique et l'investissement à long terme.

De ce point de vue, l'investissement en actions (qui présente historiquement une forte volatilité) doit bénéficier d'un traitement particulier. Le soutien du processus de croissance passe par un accès facilité au capital. L'orientation des flux financiers vers les actions et le long terme constitue donc un enjeu macroéconomique.

NOTE

1. Pierre Bollon (2000), « Gestion : Paris peut-il être le Boston de l'Europe ? », *Revue d'économie financière* n° 57, *Quelles places financières pour demain ?*

ANNEXE

Tableau n°1
Classement des 20 plus grands acteurs du marché
 (en fonction du montant de leurs actifs - 2003)

Rang	Organisation	Pays	(M\$)
1	UBS	Switzerland	1,782,000
2	Allianz Group	Germany	1,327,000
3	Fidelity Investments	US	1,138,891
4	State Street Global	US	1,106,385
5	Barclays Global Investors	UK	1,070,224
6	AXA Group	France	972,780
7	Crédit Suisse	Switzerland	971,000
8	Kampo	Japan	877,049
9	Capital Group	US	814,097
10	Vanguard Group	US	725,300
11	Deutsche Asset Management	Germany	714,899
12	Mellon Financial	US	616,622
13	Citigroup	US	608,985
14	ING Investment Management	Netherlands	590,000
15	J.P. Morgan Fleming	US	558,998
16	Merrill Lynch	US	499,667
17	Northern Trust Global	US	478,626
18	Crédit Agricole	France	476,725
19	Morgan Stanley	US	450,252
20	AIG Global Investment	US	440,897

Source : Pensions & Investments/Watson Wyatt Global 500 survey.

Note : les actifs recensés sont gérés aussi bien pour compte de tiers que pour compte propre.