

La crise, la Caisse et la relance économique

Vers une *dé*-financiarisation des
retraites salariales ?

Plan de l'exposé

- La gestion des retraites des salariés: de la bulle à la crise financière
- La crise actuelle, état de la situation et perspectives
- La lame de fond de la financiarisation, perspective générale
- Rendre liquide ce qui ne l'est pas: le cas de la titrisation et des PCAA, ou la contribution de la Caisse à la financiarisation
- Perspectives

La gestion des retraites des salariés: 1980 – 2009, de la bulle à la crise financière

- L'avenir des caisses de retraites des salariés a connu une croissance exponentielle depuis 30 ans
 - Relié au vieillissement d'une population de salariés syndiqués: maturation des régimes
 - À l'extension continue des régimes à prestation définie pendant les années 90
 - À l'inflation de la valeur des actifs sous gestion par une logique strictement financière
- Biais des portefeuilles en faveur d'actifs volatiles se traduit par des gains actuariels convertis en congés de cotisation à la fin des années 90 plutôt que ré-équilibre des portefeuilles
 - À partir de 2001 conjoncture se retourne, rendements deviennent incertains, placements traditionnels connaissent des fluctuations importantes
 - Caisses se tournent vers des véhicules et formes de placements alternatifs: placements privés, immobilier, spéculations sur marchés des changes et produits dérivés, marché monétaire
- Le lobby des caisses permet de consolider ces transformations en levant les dernières restrictions concernant le contenu en actions étrangères des portefeuilles

Caisses de retraites *financiarisées*

- Comment on transforme de l'épargne en capital financier ?
 - Au niveau de la gestion:
 - Politique de diversification = contrainte à l'expansion et à la transformation des portefeuilles, s'arrime à l'innovation financière
 - Politique de rendement = "battre le marché" et norme de rendement du 15%,
 - Contrainte au mimétisme
 - Contrainte à aller vers produits plus risqués
 - Contrainte sur économie ordinaire à générer des rendements

Caisses de retraites *financiarisées*

- Au niveau de la gouvernance des fonds
 - Structure fiduciaire des fonds
 - Concentration de la gestion de l'actif
 - Rôle des experts et consultants
 - Inconfort des salariés: conflit et paradoxe entre épargne et placement
 - Mode de rémunération des gestionnaires et culture générale de la spéculation
- Couplage dynamique entre financiarisation et caisses de retraite:
 - Marché pousse et les caisses tirent

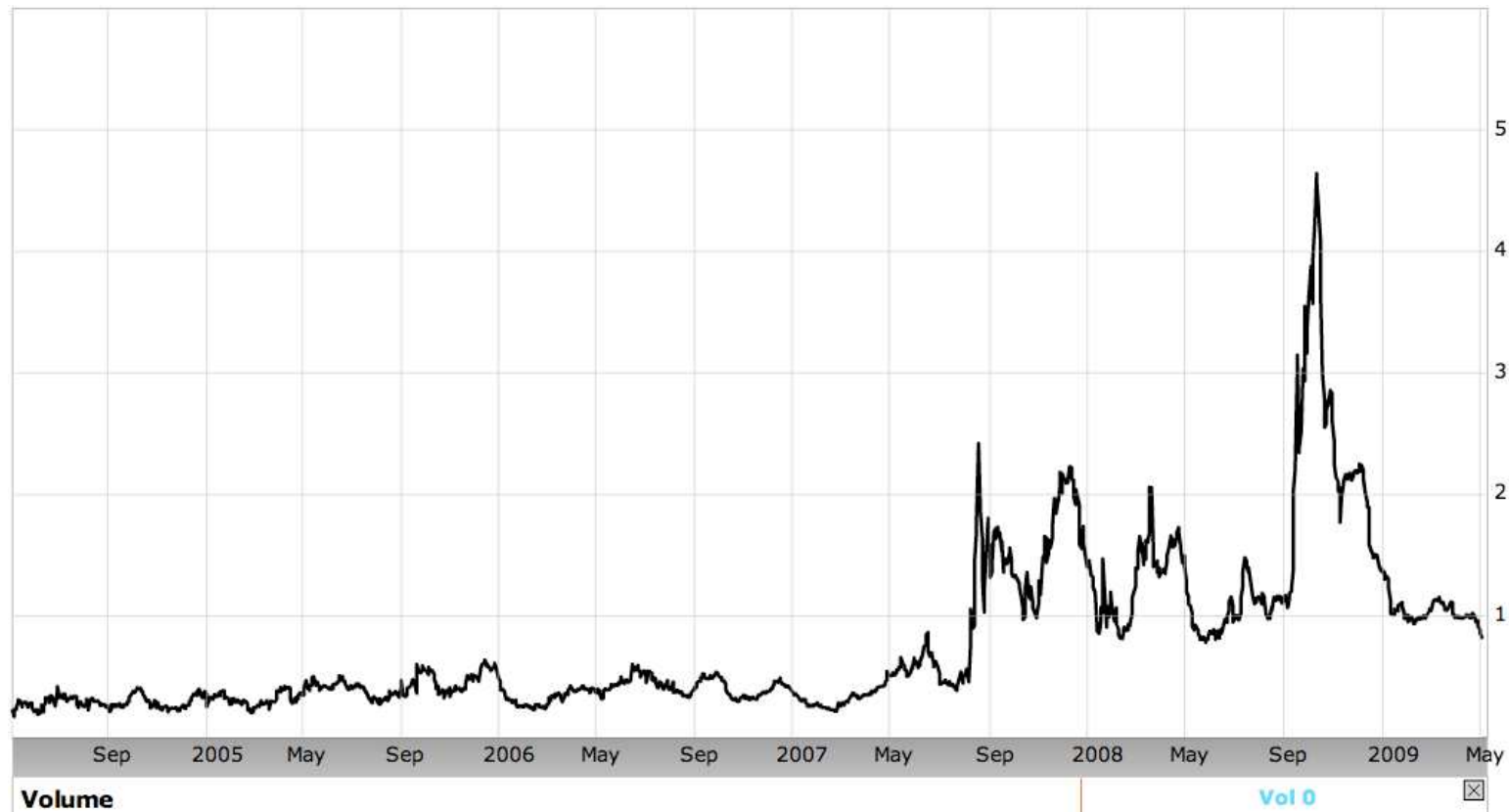
La lame de fond de la financiarisation

- Contexte plus générale de centralité acquise par processus et accumulation financière depuis 1980
 - Transformations des acteurs de la finance
 - Fusion banque d'investissement et commercial
 - Émergence des gestionnaires de fonds
 - Concentration de la gestion des actifs
 - Transformation des pratiques et actifs financiers
 - Prédominance des titres sur les relations
 - Ingénierie financière: produits dérivés et diversité des titres
 - Généralisation du rapport à la finance
 - Par le biais de l'endettement et de l'épargne
 - Nouvelles pratiques des entreprises
 - Nouvelles pratiques des États (PPP), politique monétaire
 - 1980 à 2006: émergence et consolidation d'un pouvoir financier
 - Déconnexion ou connexion ?
- 2007 à Crise financière, crise ordinaire et politiques de relance ou de consolidation du régime financier

De la crise financière (2007)

- Depuis 2007 une crise financière sévit au coeur du capitalisme avancé
 - essentiellement une crise de crédit
 - paralysie des marchés interbancaires
 - recherche de liquidité
 - écart entre taux interbancaires et taux directeurs, indique succès mitigé de la politique monétaire
 - déflation/contamination des actifs financiers
 - méfiance envers la qualité des bilans des banques
 - malgré la recapitalisation
 - repercussion dans évolution des cours des titres boursiers
 - importante dévaluation de la valeur des actions cotées en bourse sans crash technique

Le TED spread 2004 - 2009



Source Bloomberg

à la crise économique (2008)

- un ensemble de mécanismes de transmission concourt à déplacer la crise de la finance à l'ensemble de l'économie
- ces mécanismes révèlent la centralité acquise par la finance dans le régime d'accumulation actuel
- quelques indicateurs d'une crise économique plus générale
 - récession, report et diminution des investissements privés
 - augmentation du chômage, baisse de la consommation
 - « reprise de finance », faillites de ménage
- normalement les moments de récession sont des périodes importantes de restructuration et de transformation du tissu industriel
- or la crise actuelle a une forme inusitée

La crise économique de 2009

- Une récession comme une autre ?
 - Forme de récession: U et V 1980 et 1990
 - Restructuration, postfordisme, emploi
 - Rôle de la politique monétaire et contexte monétaire: inflation
 - Forme en « L »
 - Thèse de Stanford et Krugman
 - Rôle de la politique monétaire et contexte monétaire: déflation
 - Lecture de A Yalnizyan sur fragilité des ménages et faiblesse du régime d'assurance chômage
 - Politique coûteuse de consolidation de la sphère financière
 - Programme de dépenses publiques timoré dont l'impact ne se fera sentir qu'en 2010

Crise du crédit et bouclage dépressif

Voici de manière schématique une illustration de ce bouclage (sur le modèle du « liquidity trap », Keynes et Krugman)

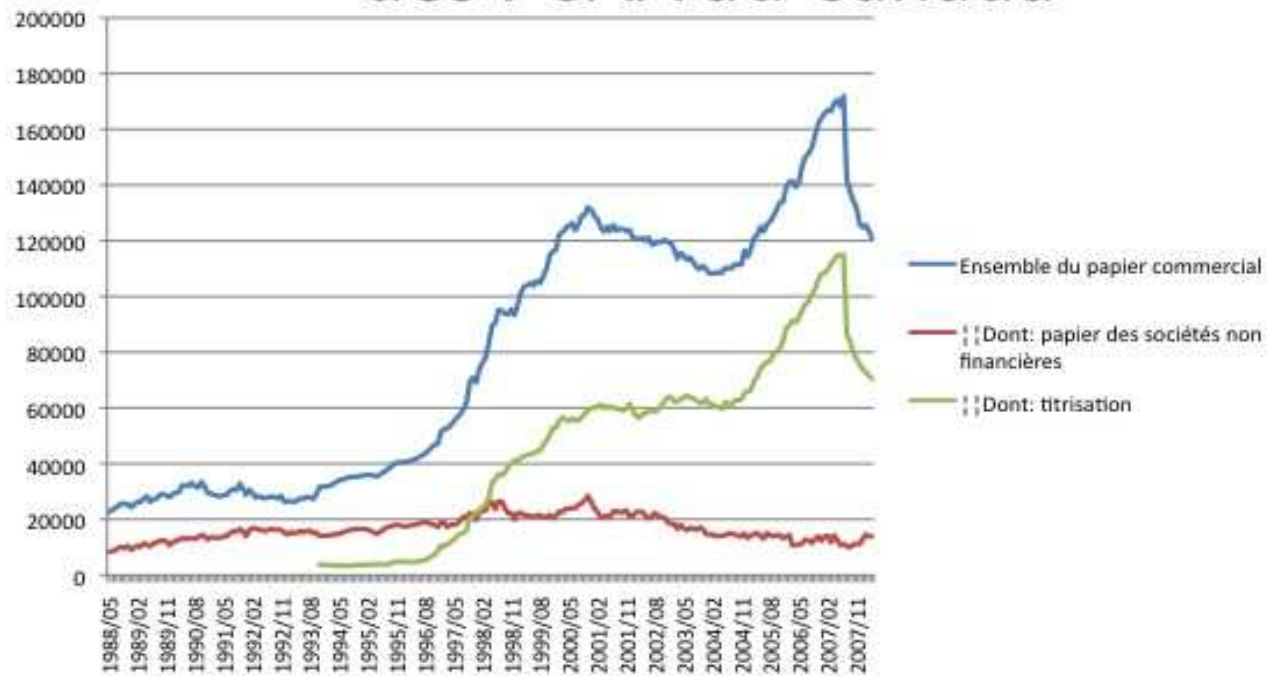
- 1. bilan des banques fragilisés, recherche de liquidité**
 1. effondrement du marché des titres adossés à actifs utilisés par banques pour maintenir niveau élevé de crédit
 2. apport de liquidité dans ce contexte ne sert qu'à éteindre la soif de thésaurisation des acteurs financiers et non financiers qui utilisaient le marché monétaire pour maintenir liquidités dans actifs rentables
- 2. resserrement du crédit interbancaire amène les banques à resserrer crédit aux entreprises et aux ménages**
 1. et ce malgré des baisses significatives et continues des taux directeurs des banques centrales
 2. taux d'intérêt plus élevé, rationnement du crédit
- 3. entreprises diminuent leurs investissements et font des mises à pied**
 1. bouclage: diminution/report d'investissements des uns = baisse de la production/de l'emploi des autres
 2. apport de financement sera, comme pour le secteur bancaire, absorbé pour thésauriser/protéger liquidité et pas pour investir
- 4. ménages perdent confiance, perdent revenus, perdent valeur d'actifs financiers et immobiliers**
 1. bouclage: restriction du crédit à la consommation agit comme multiplicateur
 2. bouclage: fragilisation des revenus = augmentation des faillites et taux de mauvaises créances... retour à 2
 3. bouclage classique: ralentissement du boum de consommation entretenu par le crédit = diminution de la production.. retour à 3
- 5. marché immobilier devient baissier**
 1. bouclage positif entre crédit et prix sur ce marché devient négatif
 2. patrimoine immobilier cesse d'être un levier pour crédit à la consommation
- 6. bourses enregistrent ces développements tout en étant ébranlée par la disparition d'acteurs structurant (banques d'investissement), implosion des valeurs engendre un phénomène qui multiplie effet de la crise**
 1. bouclage ménage: ménages subissent un effet de richesse « inversé »
 2. entreprises voient leur base de capital érodé par déflation des titres, souvent utilisés comme contrepartie pour financement
 3. engagement vis-à-vis de caisse de retraite agit comme poids supplémentaire sur cash flow des entreprises

Caisse dans ce contexte de crise

Ou les mystères de la vie selon Henri
Paul Rousseau

Rendre liquide ce qui ne l'est pas: la titrisation et des PCAA

Genèse, bulle et crise du marché des PCAA au Canada



Titres et liquidité financière

Titres constituent une modalité alternative au prêt bancaire dans « finance de marché »

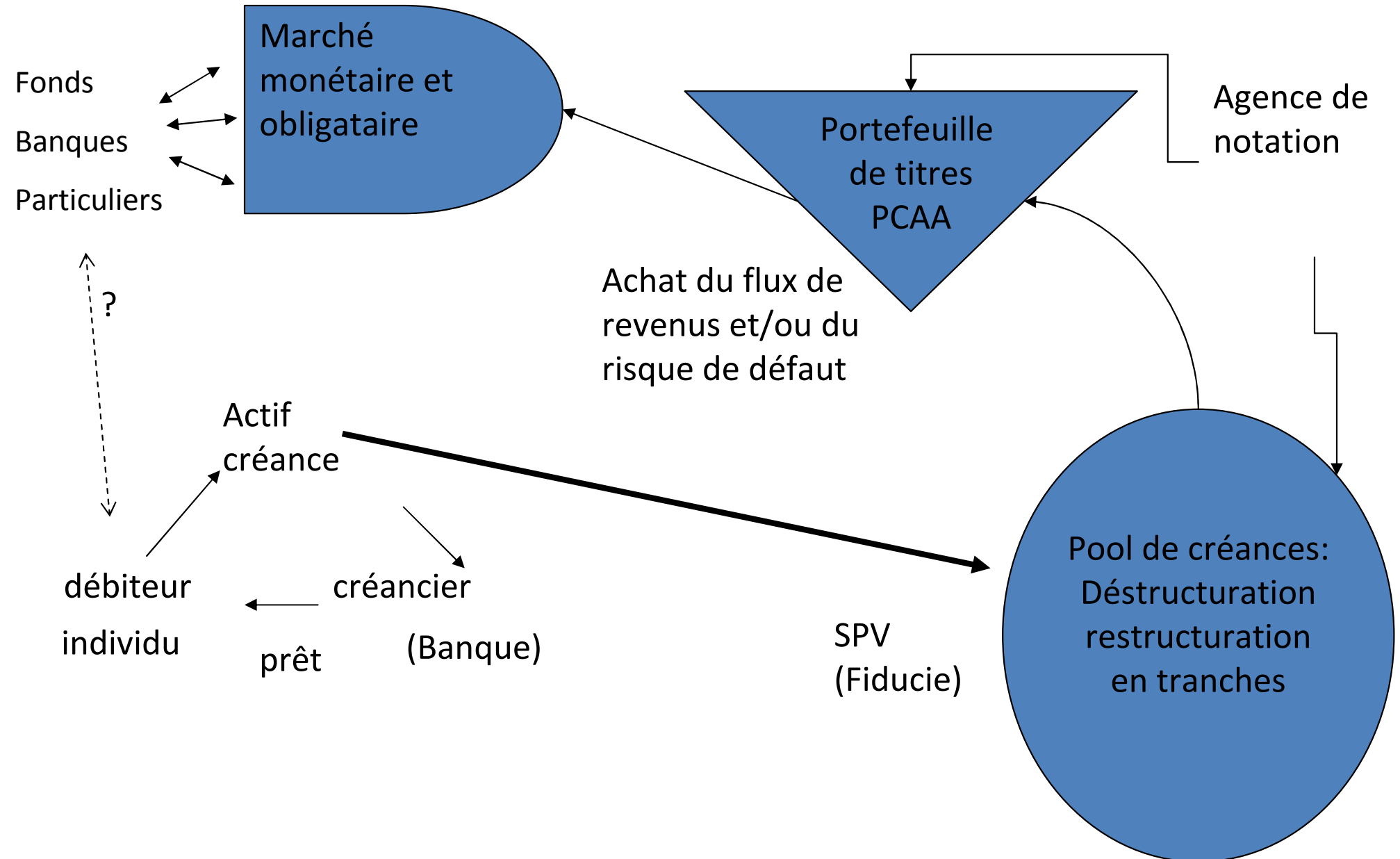
Relation créateur/débiteur devient liquide

- par la socialisation marchande d'une créance
- Socialisation basée sur production d'information et sa standardisation
- Information standardisée sous la forme de « cotation » remplace information basée sur la relation de financement bancaire

Développement de nouveaux rôles liés au développement de la liquidité

- Agences de notation produisent information
- Banques produisent titres
- Fonds achètent et échangent titres
- En théorie marché plus liquide, expansion du financement, meilleure répartition du risque
- En réalité s'y déploie les effets types du « fétichisme de la liquidité financière »
 - apparence de valeur intrinsèque
 - apparence de garantie de contrepartie, donc exit

Mécanisme de la titrisation



Variations types de titrisation

(en partie d'après Partnoy et Skeel, 2006)

L'objectif est la production d'un « panier » de produits de placement avec profils de risque/rendement homogènes à partir de créances pré-existantes: théorie du saucisson

- La nature du titre est fonction des besoins du marché et des principaux acheteurs (fonds hedge vs fonds de pension ou mutuel)
- Paradoxalement le titre dérivé aura souvent une meilleure cote de crédit que l'actif financier sous-jacent
- les agences de notation ne sont plus des observateurs externes ils sont devenues des chaînons essentiels dans la production des nouveaux titres, intégration des modèles évaluatifs dans production

- Formes types:

- CDO « collateralized debt obligation » titrisation d'un flux de revenu
 - deux modes de formation:
 - Stock fermé de créances « tranchées » en nouveaux titres
 - Gestion d'un stock ouvert de créances en fonction d'une cible risque/rendement donnée
- « Credit default derivatives »
 - Vente du risque de crédit à un tiers sous la forme d'un swap
 - « Synthetic CDO »: achat d'une banque de swaps afin de simuler un panier de risque/rendement

Papier commercial: dette à court terme d'une entité privée, moins d'un an

Papier commercial adossé à un actif: fruit de la titrisation d'une dette

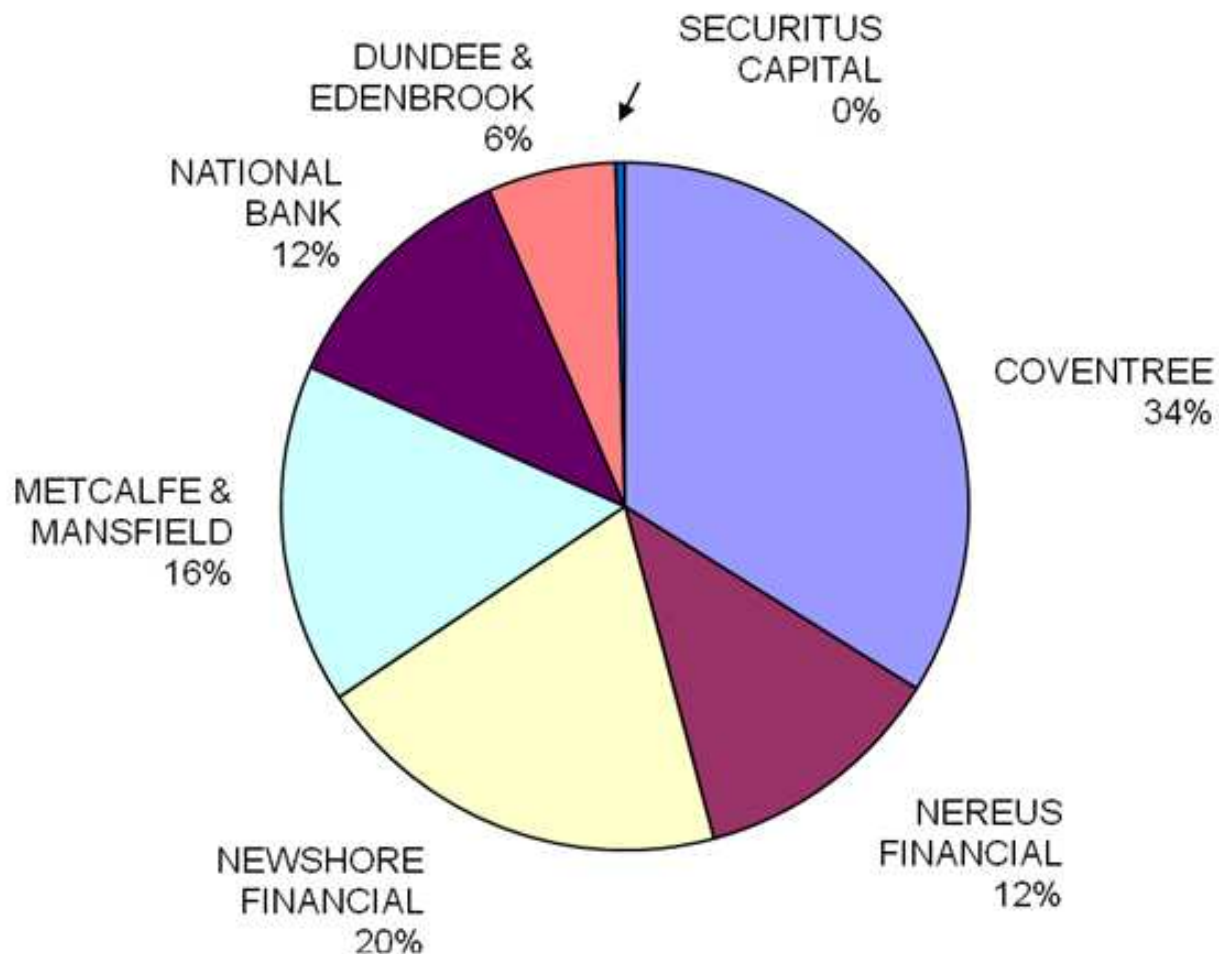
PCAA bancaire vs non bancaire: nature de l'émetteur

PCAA non bancaire et garantie de liquidité

Qui produit les PCAA non bancaires au Canada

Selon les données de D.Uruqart

Distribution of Trust Sponsors (% of Face Amount)



Qui a acheté les PCAA non bancaires: la filière Québec Inc.

Caisse	\$13,200	
Aéroports de Montreal, (National Bank Financial)		\$59
University of McGill	\$40	
National Bank	\$2,205	
IA Insurance & Financial Services & MD Life	\$235	
Desjardin Group	\$1,919	
Domtar Pension Fund	\$420	
Transat A.T., (National Bank Financial)		\$144
Agence Metropolitaine de Transport, (National Bank Financial)		\$45
Jean Coutu, (National Bank Financial)	\$36	
Pomerleau, (National Bank Financial)	\$27	
Marilyn Avrith - Gale Wakeam's Mother, National Bank Financial	\$19	
ACE Mortgage - Hy Bloom, National Bank Financial		\$12
Tecsys Corporation, (National Bank Financial)	\$5	
Quebec Total Disclosed	\$18,365	
Total CCAA Restructuring Plan	\$32,099	
% in Quebec	57%	

Selon D. Urquart

La Caisse au service de la financiarisation

- À la fin des années '90 abolition de la restriction sur la proportion d'actions dans le portefeuille de la caisse par le PQ
- 2004 Rendements, rendements, rendements: Ce qui est bon pour les rendements est bon pour le développement
- Pendant les années Scraire le développement d'une industrie financière à Montréal (gestion de fonds, assurances) est une priorité "parmi d'autres"
 - Secteur financier vu comme pan supplémentaire de Québec inc.
- À partir des années Rousseau "placements alternatifs" deviennent moteur des rendements
 - Signification du changement de mandat sous Rousseau
 - Maxime ce qui est bon pour le rendement est bon pour le développement
 - Articulation entre stratégie de placement et investissement:
 - Marché monétaire
 - Produits de couverture de la Bourse de Montréal

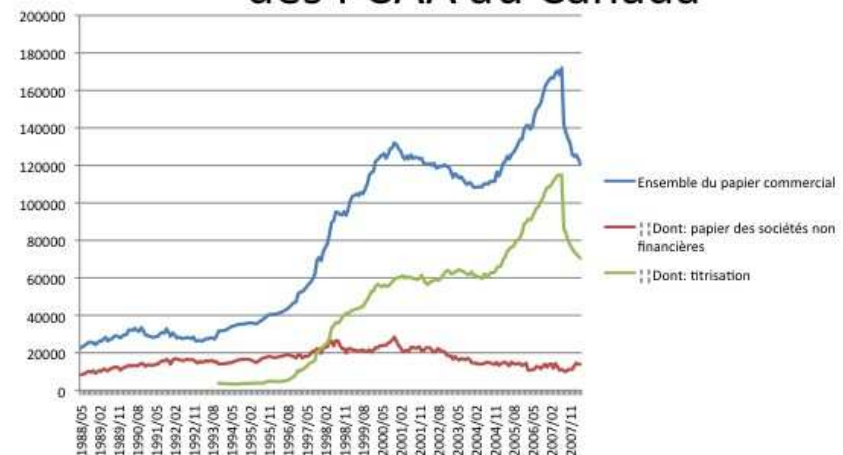
Caisse et Coventry

- Coventry: a fait faillite, au moment du gel des PCAA 34 % du marché
- Caisse et Coventry
 - 1er investissements
 - 2000: 2.1 millions
 - 2001: 13 millions
 - 2005 augmentation de la participation, devient 1er actionnaire à 30% du Capital
 - 2006 Coventry entre en bourse, Caisse diminue à 9.99% sa participation

Caisse: teneur de marché des PCAA

- Pendant la bulle 2004 – 2007:
 - Québec “fin” devient acteur dominant
 - Caisse
 - Banque National
 - Desjardins
 - Bourse de Montréal
 - Caisse se place comme teneur de marché pour garantir son expansion
 - Garde titres sans garantie de liquidité (E)
 - Laisse en circulation titre avec rendement moindre mais garantie

Genèse, bulle et crise du marché des PCAA au Canada



Conclusions

Réponses politiques à la crise

- Malgré la rhétorique sur la refondation...
 - ce qui frappe est le degré d'intervention étatique auprès des grandes entreprises en difficultés
 - Intervention massive et continue après du secteur bancaire
 - Nouvelles interventions auprès de grandes entreprises industrielles (Domtar, GM...)
- Versus la faiblesse de la progression réelle des dépenses publiques au Canada (au premier trimestre de 2009 progression d'à peine 0.3%)
- Consolidation du régime financiarisé et prolongement de la récession ou
- Intervention publique massive pour soutenir l'économie "ordinaire"
- Comment dé-financiariser les caisses de retraite