

## Conseil scientifique de l'AMF

Séance du 6 avril 2022

### Commentaires sur l'article de Patrick Artus (PA) « Qui doit porter le risque économique ? »

par Patrice Poncet (ESSEC, Emeritus)

#### 1. Synthèse

- La question du portage des risques structurels (on peut ajouter systémiques) est pertinente et importante, et pas assez souvent abordée. En particulier, absente ou presque des projets (quand ils sont explicités !) des candidats actuels à la Présidence de la République française.
- Question dont les enjeux de long terme sont très importants, notamment en matière d'allocation optimale ou équitable des risques et des richesses entre les *générations* (l'enjeu le plus évident).
- Constat clair, précis et plutôt accablant d'une « soviétisation » progressive en Europe et en particulier en France dans la « pensée » économique de la population générale (« on ») et dans l'évidence empirique (dans l'OCDE et notamment en France) en matière de portage des risques économiques.
- L'Etat en effet devrait porter (pensée) et porte en effet (faits) non seulement le risque conjoncturel (ce qui est en bonne partie justifié pour les raisons expliquées par PA) mais tous les risques structurels (cf. une liste plus tard).
- Ceci n'est pas sans conséquence sur la croissance économique et le bien-être (même à moyen terme) car le risque, contrairement peut-être à une première intuition, n'est *pas* un jeu à somme nulle : bien que in fine, « l'Etat, c'est (effectivement) nous ! » (le risque ultime est bien supporté à long terme par la population, donc le privé, car l'Etat doit se renflouer si les risques se matérialisent), l'effet d'éviction au passage détériore la qualité du compromis risque/rentabilité, l'Etat étant en général assez inefficace et poussé (gent politique, bureaucratie, lobbies de toutes sortes, idéologies, ...) vers l'adoption de projets à rentabilité faible voire négative (parfois, mais assez rarement, à juste titre).
- En particulier, PA souligne avec raison l'absurdité ou en tout cas la non-pérennité du modèle dans lequel *seuls* les actionnaires des intermédiaires financiers sont sensés porter les risques structurels (croissants). « Le portage de risques structurels élevés par l'Etat est donc une illusion ». Le punch line du papier!

## 2. Commentaires et remarques

- Cette « soviétisation » va de pair avec la socialisation croissante du Produit Intérieur Brut et la croissance de la dette publique (idem, peu de candidats sont clairs là-dessus):

% du PIB	2018	2019	2020	2021
Dette publique	97,8	97,4	114,6	112,9
Dépenses publiques	55,6	55,4	61,4	59,2
Déficit public	-2 ,3	-3,1	-8,9	-6,5

- Le constat de PA est corroboré par la nature des risques de long terme tels que perçus par le World Economic Forum (Global Risks report, 2022). Voici la liste des 10 premiers (en anglais, car « traduttore, tradittore !»)
  1. Climate action failure
  2. Extreme weather
  3. Biodiversity loss
  4. Social cohesion erosion
  5. Livelihood crisis
  6. Infectious diseases
  7. Human environmental damage
  8. Natural resources crisis
  - 9. Debt crisis**
  10. Geoeconomic confrontation
- Il n’y a qu’un seul (en avant-dernière position !) risque global qui soit de nature strictement économique (les autres sont de nature sociétale (3), environnementale (5 !) et géopolitique (1)), et il est en fait alimenté par les 9 autres car il est clair que, dans l’esprit du Report, ces 9 autres relèvent principalement de la responsabilité de (et de la prise en charge par) l’Etat.
- Il faut en effet inciter le privé à prendre des risques, et si l’aversion au risque des personnes est élevée, il faut accepter des primes de risque élevées. La mutualisation des risques est pertinente mais pas une panacée, du fait des risques systémiques (corrélations fortes), de l’aléa moral et de l’anti-sélection. Il y a donc de la place pour l’Etat (extrême mutualisation), certes, mais en accompagnateur et seulement si les investissements concernés sont massifs et de rentabilité (strictement) financière insuffisante, i.e. en cas de *bien public*.
- Graphique 3. Profits des firmes déflatés par le prix du PIB, pas de la consommation. Différence sensible ? Par ailleurs, ils appartiennent aux

ménages, in fine, mais ceci doit apparaître dans leur richesse (effet stock) plutôt que dans leur revenu (effet flux), non ?

- Graphique 8 : la France accumule depuis 2009 un gros écart négatif (% OCDE) dans le taux d'investissement de la nation. Ceci est inquiétant pour la croissance future.
- Graphiques 9 a et b : petit problème d'interprétation : les encours d'actifs des ménages et des zinzins sont additionnés, mais le capital de ces derniers appartient aux ménages pour l'essentiel. Double comptage partiel ?
- Tableau 1 : l'épargne règlementée (et une partie de l'assurance-vie) sont garanties par l'Etat. Ceci est probablement illusoire en cas de vrai coup dur (encore, « l'Etat c'est nous », avec des problèmes inter-générationnels) : quid des garanties en cas de faillite ? la capacité de l'Etat à lever des impôts supplémentaires n'est pas extensible ad nutum, même en France. La remontée inéluctable (et déjà commencée) des taux d'intérêt va sérieusement aggraver les choses.
- Re les USA où l'intermédiation financière est moindre. Si le capital des intermédiaires financiers appartient aux ménages, cela revient en fait à peu près au même que l'intermédiation soit moindre ou plus forte. Sauf, et c'est peut-être l'hypothèse implicite de PA, si collectivement les intermédiaires financiers ont un comportement différent des ménages à l'égard du risque et dans leur appréciation du couple rentabilité/risque des projets les plus innovants.
- Graphiques 12 : Il y a un écart énorme entre les dépôts bancaires au passif des banques (de très loin le plus gros poste de passif, le refinancement net auprès des autorités monétaires étant sans doute le second) et les crédits bancaires (350 vs 150% du PIB valeur) ! La différence doit être les actions et obligations privées plus, surtout, la dette de l'Etat sous ses différentes formes. Sacré effet d'éviction (encore) alors !
- Graphique 13 : concerne les zinzins (comprenant les banques ?), pas les banques, donc interprétation pas si claire pour expliquer le gap précédent. Idem pour Graphique 14c qui donne les fonds propres des zinzins en % du bilan des banques ( ?)
- Le 3<sup>ème</sup> argument p. 9 pour que les ménages portent davantage de risques (« ne pas simplement cacher le risque ») est assez curieux : si le risque qui était caché est révélé, les ménages vont être encore plus frileux !
- Sur le vieillissement démographique et la détention d'actifs risqués, graphique 17 et tableaux 2a et 2b, avec des résultats contradictoires entre les US et la France, il y a une littérature financière très technique (modèles d'allocation optimale des portefeuilles avec processus stochastiques particuliers pour les actions, les taux d'intérêt et parfois les taux de change, et les différentes

volatilités) qui dépasse le cadre de ce papier et donc de cette discussion. Quelle conclusion PA en tire-t-il ?

### 3. Suggestions

- Sortir les US (et sans doute le Japon) de l'OCDE pour faciliter la comparaison avec la France. Mais cela ne changera pas le message du papier.
- Conclusion(s) ?
- En particulier, recommandation(s) de politique économique (/sociale/environnementale) ?
- Un peu de théorie ?
- Bibliographie ? Un peu de précision nécessaire (« on dit », « certains avancent que », ...).
- **Merci à PA** pour un papier une fois de plus très informatif et stimulant.