

Inversiones e inversores a largo plazo

Resumen del informe CAE n° 90 (21/07/2010)

*Informe de Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi,
Alain Quinet y Philippe Trainar*

Sinopsis

La crisis mundial y la aún más reciente de la zona euro han tendido a reducir el horizonte de previsiones y decisiones de muchos agentes económicos. Al mismo tiempo, la incertidumbre (sobre el empleo, las pensiones...) lleva más bien a un aumento de la tasas de ahorro de los hogares.

Por consiguiente, el problema del ahorro en la mayor parte de los países europeos, incluido Francia, no es tan cuantitativo como cualitativo. Se trata de conseguir que una mayor proporción del ahorro privado se destine a inversiones a largo plazo, con el fin de mejorar el crecimiento y el empleo.

El informe refina el diagnóstico y lo esclarece a partir de comparaciones a lo largo del tiempo y el espacio, y propone unas recomendaciones concretas para contrarrestar unos desarrollos espontáneos no siempre favorables, sin subestimar las fuertes limitaciones que lastrarán durante varios años las finanzas públicas.

Christian de Boissieu

La orientación de un ahorro «a largo plazo» abundante hacia unas inversiones rentables tanto económica como socialmente es el reto crucial de la próxima década para fomentar la creación de empleos y la actividad. Según Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi, Alain Quinet y Philippe Trainar, Francia, como otros países industrializados, tiene que favorecer la emergencia de inversores a largo plazo con capacidad de asumir el riesgo durante un largo horizonte. El informe hace diez propuestas para conseguirlo, relativas a la constitución y movilización del ahorro a largo plazo así como la creación de vehículos de inversión a largo plazo que impliquen al sector público y al privado.

Este informe fue presentado a Jean-Paul Faugère, Director del Gabinete del Primer ministro, el 27 de mayo de 2010.

Este boletín, publicado bajo la responsabilidad de la célula permanente, presenta las principales conclusiones extraídas por los autores.

La economía mundial en desequilibrio

La economía mundial se encuentra en un desequilibrio profundo: pese a la abundancia de capital, este no llega a invertirse en unos proyectos que son necesarios tanto para la «ecologización» de las economías desarrolladas como para el progreso social de los países en desarrollo.

El sistema financiero globalizado no logra conciliar los horizontes: mientras que el del ahorro se alarga, alimentado por la transición demográfica y el crecimiento de los países emergentes, el de la inversión se reduce. El presente informe se centra en esta incapacidad para dirigir los capitales hacia unos proyectos rentables tanto económica como socialmente. Si bien el sistema financiero no es el único responsable de esta acumulación de capitales y del subempleo global que es su manifestación real, sí es el que se sitúa al final de la cadena y que debe lograr adecuar la oferta y la demanda de bienes y servicios equiparando el ahorro y la inversión.

La escasez de los inversores a largo plazo

Invertir a largo plazo exige una renovación de la intermediación financiera, un ecosistema diversificado en el cual los inversores a largo plazo ocupen un lugar determinante.

Los fondos soberanos, fondos de pensiones, seguros, fondos de inversión públicos, categorías todas ellas entendidas en un sentido amplio, gestionan un ahorro a largo plazo que se estructura a veces más allá del horizonte generacional, lo que le confiere una importancia estratégica en la consecución y el mantenimiento de unas ventajas absolutas de las zonas económicas.

La actuación de estos inversores a largo plazo es útil por sí misma desde el momento en que, gracias a su horizonte, se comportan como accionistas sensatos, pacientes y con una presencia en el gobierno de las empresas controladas. Pero esta actuación aún es más positiva si se tienen en cuenta las cualidades equilibrantes que tienen estos inversores en el funcionamiento de los mercados, en particular en el caso de la crisis financiera. No obstante, esta actuación de los inversores a largo plazo es claramente insuficiente para contrarrestar «el apetito insaciable de los inversores por los títulos seguros» y para asumir más riesgos a largo plazo.

En los países de la OCDE y particularmente en Francia, los inversores a largo plazo son escasos. Para empezar, el Estado, que en teoría dispone del mayor horizonte, ya no tiene más medios para invertir. En segundo lugar, los desarrollos del marco prudencial y contable reducen los horizontes de los inversores institucionales. Las capacidades de transformación de los bancos y de inversión de los seguros y de los fondos están limitadas por la adopción de los acuerdos de Basilea II y III y por la directiva de Solvencia II. Finalmente, Francia no cuenta con unos verdaderos fondos de pensión en los que los hogares jueguen el papel de inversores a largo plazo «residuales», lo que resulta poco eficaz (falta de información, coste de los incentivos fiscales...).

Esta situación de los países industrializados contrasta con la de los países emergentes, donde los inversores a largo plazo aumentan en importancia. Así, los fondos soberanos prosperan entre los desequilibrios de la economía mundial. Para los países industrializados, será más fácil acoger las inversiones de los fondos soberanos emergentes, que contarán a su vez con unos inversores a largo plazo dispuestos a coinvertir.

En pro de una arquitectura financiera francesa y europea propicia a la inversión a largo plazo

Hasta ahora, la globalización financiera se ha centrado en activos que se consideraban seguros, sobre todo la deuda pública, y ha ignorado los horizontes más largos con los que se asocian unos riesgos radicales y estratégicos. Estos riesgos son de naturaleza sistémica y el mercado, sobre todo globalizado, no puede garantizar su colectivización; esta corresponde más a los Estados que pueden, en su caso, hacerles frente distribuyéndolos entre los contribuyentes presentes y futuros. Si a ello añadimos la persistencia del sesgo nacional que afecta la composición de las carteras de los inversores, puede concluirse que las finanzas a largo plazo se dan y seguirán dándose a una escala preferentemente local, donde se ejerce la soberanía del recaudador de impuestos, más que a una global. La canalización del ahorro nacional hacia la inversión arriesgada y a largo plazo es una cuestión crucial de los años futuros.

En este entorno, Europa y Francia tienen que construir una arquitectura financiera que opte resueltamente por la prolongación y la mayor seguridad de los horizontes y que se apoye así en

los inversores a largo plazo. Esta estrategia «ILP» tiene que encontrar el buen equilibrio entre el lugar de los mercados y el del Estado, por un lado, y la escala nacional o europea y mundial, por otro.

Diez propuestas

El informe hace diez propuestas que van en el sentido de una movilización del ahorro a largo plazo hacia la inversión a un largo horizonte. Se refieren, por un lado, a la oferta de capital mediante el estímulo del ahorro a largo plazo y, por otro, a la demanda y la intermediación de capital a través de los inversores a largo plazo. Para entender estas propuestas, hay que leerlas asimilando la lógica de gestión de activos-pasivos de cualquier inversor. La concordancia de los horizontes es crucial: no se trata simplemente de desarrollar el ahorro a largo plazo, sino también de velar por que esté dispuesto a asumir riesgos a largo plazo. Para conseguirlo, hay que encontrar el equilibrio razonable entre los mecanismos financieros de un mercado correctamente regulado (normas contables y prudenciales en particular) y los mecanismos de garantía a largo plazo otorgada por la administración. Así como los mercados financieros –si están correctamente regulados– son capaces de gestionar los riesgos marginales de corto y medio plazo, solo la administración, en su papel de garante de última instancia, puede absorber los riesgos a largo que son de naturaleza sistémica. Por consiguiente, la inversión a largo plazo cuestiona el posicionamiento del Estado como elemento de reducción de las incertidumbres.

En el apartado siguiente, las propuestas se clasifican distinguiendo en primer lugar lo que puede llevarse a cabo muy rápidamente, y luego lo que puede hacerse a continuación debatiéndose especialmente con los socios europeos de Francia.

Favorecer la oferta de capital a largo plazo

A corto plazo, el objetivo es encontrar dentro de la reserva de valor acumulada por los hogares⁽¹⁾ los 30-50.000 millones de euros que permitirían dinamizar y orientar el aparato productivo francés hacia los retos que suponen la «ecologización» y

(1) A finales de 2008, el patrimonio financiero de los hogares franceses ascendía a unos 3,5 billones de euros, de los que más de un tercio comprendido en contratos de seguro de vida.

En 2009, el nivel de ahorro financiero de los hogares franceses se elevaba a 88.400 millones de euros frente a 61.200 millones en 2008.

el envejecimiento, entendido el último en el sentido de la gestión de las edades. Para conseguirlo, el informe propone (propuestas 4, 6 y 7) favorecer entre los productos de ahorro a largo plazo los que prevén una salida en rentas vitalicias. Además de su ventaja en materia de gestión del riesgo de longevidad para el hogar, la salida en forma de renta es la modalidad que mejor permite adosar activos largos para el inversor a largo plazo, como lo muestra el desarrollo de los *super annuities markets* anglosajones. En esta área, el mecanismo francés puede corregirse fácilmente actuando sobre el stock y los flujos. En cuanto al stock, el informe propone facilitar la sustitución de una parte de los seguros de vida por el ahorro de pensiones en forma de renta. Esta sustitución se efectuaría con un coste fiscal instantáneamente reducido. En cuanto a los flujos, la intransparencia de la fiscalidad de las rentas vitalicias constituye un obstáculo para el desarrollo de estos productos. Además, la fiscalidad asociada con el PERP [planes de pensiones populares] podría ser más neutral.

En lo que se refiere a la fiscalidad del ahorro, los autores del informe opinan que hay que tratar que oriente más a los hogares hacia los productos a largo plazo y que se aproxime a una neutralidad completa para estos productos.

La propuesta 10 se refiere a la financiación en el mercado de renta fija a largo plazo e indirecta de las pymes francesas. Tiene igualmente en cuenta las especificidades de las pymes francesas para las que el crédito bancario sigue siendo crucial. Las compañías de seguros de vida son ávidas de cédulas hipotecarias y este producto garantizado de refinanciación hipotecaria ha demostrado su solidez en los últimos años. Este mecanismo de garantía podría replicarse para la refinanciación de préstamos otorgados por el sistema bancario a las pymes mediante la puesta en marcha de una plataforma común de emisión de bonos garantizados.

Actuar sobre las normas contables, prudenciales y las estructuras de los fondos de inversión

Las normas contables y prudenciales, mal diseñadas, pueden constituir un obstáculo para el desarrollo de la inversión a largo plazo. La adopción de la directiva de Solvencia II, que se aplica a las aseguradoras, ha suscitado debates acerca de la estructura de las inversiones de las aseguradoras y el nivel de garantía de los pasivos de los seguros de vida, y se han conseguido unos ajustes que

van en la buena dirección. Esta cuestión es crucial para Francia puesto que los seguros de vida desempeñan de hecho el papel de un ahorro multiuso, y especialmente el de un ahorro a largo plazo de preparación para la jubilación. Las compañías de seguros ocupan en parte el lugar que los fondos de pensión juegan en otras economías. Sin embargo, la especificidad de los inversores a largo plazo de las aseguradoras está insuficientemente reconocida, e incluso ignorada por Solvencia II. Con este espíritu, la propuesta 3 del informe propone que Francia defienda el estatus de los inversores estructurales a largo plazo (ISLT, por sus siglas en francés) a medio camino entre la compañía de seguros y el fondo de pensiones. A continuación, la propuesta 5 recomienda utilizar el coste histórico amortizado como base de contabilización de las inversiones financieras efectuadas por los ILST o, en su defecto, por la fracción de estas inversiones concernientes al largo plazo.

El informe hace unas propuestas relativas a la estructura de los fondos de inversión. En concreto, la literatura económica ha demostrado que la estructura abierta de los fondos⁽²⁾ favorece la óptica a corto plazo de los mercados y su repercusión en el gobierno de las empresas. En cambio, las estructuras más cerradas propician una inversión paciente a imagen de los fondos de capital riesgo y de infraestructura. Las propuestas 8 y 9 instan al desarrollo de fondos cerrados que inviertan a la vez en empresas cotizadas y no cotizadas, que podrían inspirarse en las estructuras de gobierno del capital riesgo.

Poner en marcha unos vehículos público-privados de inversión a largo plazo

El informe propone organizar una distribución de los riesgos pertinentes entre el sector público y el privado para unos proyectos determinados. La vocación de los poderes públicos es asumir los riesgos a largo plazo y extremos, mientras que un inversor privado soporta unos riesgos más ordinarios. Como indica la propuesta 1 del informe, se trata de poner en marcha unos vehículos de inversión que impliquen al sector público y al privado, en los que el Estado aportaría un capital contingente en forma de deuda híbrida, lo que

permitiría transferirle los riesgos a largo plazo. Tras seleccionar unos proyectos de interés general bien determinados, se crearía un fondo en el que el Estado aportaría capital conjuntamente con unos inversores privados a largo plazo. La selección de las empresas sería a cargo del fondo, y la naturaleza de los capitales aportados a dichas empresas (en forma de deuda híbrida) se correspondería perfectamente con la manera en que el Estado participa en el fondo. El informe cita dos áreas en las que podría(n) crearse uno o varios fondos de este tipo:

- reforzar la capacidad de defensa de Europa;
- refundir la formación profesional.

Comentarios

En su comentario, **François Bourguignon** considera que se trata de un informe interesante sobre un tema difícil y poco estudiado. Le habría gustado que el análisis se basara en una contabilidad del desequilibrio entre el ahorro a largo plazo y la inversión de largo horizonte, más rigurosa y convincente. En cuanto a las recomendaciones, la idea de una garantía colectiva que avale la inversión a largo plazo es atractiva, pero su adopción es complicada en la práctica puesto que el carácter incompleto de los mercados no permite definir una tarificación adecuada.

Para **Grégoire Chertok**, el tema principal del informe es la cuestión del papel del Estado en el ámbito de las inversiones a largo plazo y el modo en que esta intervención puede contrarrestar la óptica cortoplacista de los mercados. Los límites impuestos por el deterioro de las finanzas públicas y por la normativa europea sobre las ayudas de Estado relativizan las propuestas efectuadas por los autores. Entre el cortoplacismo de los mercados y el intervencionismo del Estado, pueden explorarse otras vías para prolongar el horizonte: participación de los empleados en el capital, empresas familiares y desarrollo de las pensiones de capitalización.

(2) Un fondo es abierto si los inversores pueden liquidar sus posiciones sin restricciones.