

# LES INVESTISSEURS À LONG TERME : VIEILLE HISTOIRE, NOUVEAUX PARADIGMES

OLIVIER PASTRÉ \*

« **O** PA sur la finance mondiale », « les nouveaux géants de la finance », « les nouveaux maîtres du monde ». Les médias s'en donnent à cœur joie depuis quelques mois. C'est à qui usera de l'hyperbole la plus flamboyante pour désigner aujourd'hui les fonds souverains.

263

Ces investisseurs à long terme, dont seule la montée en puissance rapide est originale, défraient la chronique en cette période de crise. Pour mettre ce phénomène en perspective, il faut commencer par retracer l'histoire de ces investisseurs. Puis, il faut prendre la mesure de la crise actuelle qui bouleverse un certain nombre de certitudes économiques, pour s'essayer enfin à définir les nouveaux paradigmes susceptibles de structurer le comportement des investisseurs à long terme dans le futur.

## *LES INVESTISSEURS À LONG TERME : UNE MISE EN PERSPECTIVE*

Pour donner aux fonds souverains la place qui doit être la leur aujourd'hui et demain, il faut commencer par rappeler trois vérités. Tout d'abord, les investisseurs à long terme ont toujours existé. Ce qui a changé au fil des décennies, c'est l'origine des fonds investis à long terme. Au XIX<sup>ème</sup> siècle, dans la plupart des pays développés, les investisseurs à long terme sont des banques privées et leur cible

---

\* Professeur, université Paris VIII.

privilegiée d'investissement concerne les infrastructures (ferroviaires, notamment). Alors que certains découvrent aujourd'hui les charmes des « partenariats publics-privés », il convient de rappeler que cette articulation entre l'investissement public et le management privé est issue d'une longue tradition, en Europe comme aux États-Unis.

La première moitié du XX<sup>ème</sup> siècle sera le témoin d'un changement de nature de l'investissement à long terme. La crise de 1929 marquera en effet, dans ce registre, une substitution presque complète de l'investissement public à l'investissement privé. Alors que les banques sont « mises au pas » (Glass Steagall Act en 1932 aux États-Unis), la politique des « grands travaux » d'inspiration keynésienne (dont le symbole est la Tennessee Valley Authority aux États-Unis, mais que l'on retrouve aussi bien en Europe, de manière plus éclatée, et au Japon) permettra aux pays développés de sortir de la crise en jetant les bases de la deuxième révolution industrielle centrée sur l'énergie (le pétrole, mais surtout l'électricité). Cette « nationalisation » de l'investissement à long terme se retrouve dans le plan Marshall de reconstruction de l'Europe au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. Mais dès le tournant des années 1960, le secteur privé fera son retour dans la sphère de l'investissement à long terme. Les Trentes Glorieuses, de la fin de la Seconde Guerre mondiale au début des années 1980, seront ainsi les témoins d'un retour des banques dans le financement de projets. En France, on parlera de « bancindustrie », en Allemagne de « modèle rhénan », au Japon de « complexe bancaire et industriel ». La réalité sera toujours la même : le retour des capitaux privés dans le financement des investissements à long terme. À ces capitaux privés s'adjoindront dans les pays anglo-saxons les capitaux socialisés des fonds de pension.

La révolution libérale du début des années 1980 mettra à mal ce modèle pendant deux courtes décennies. Encore que, au cours de cette période, les fonds de pension monteront progressivement en puissance et certaines banques, comme par exemple la banque australienne Macquarie, se spécialiseront dans le financement de projets à long terme. Quoi qu'il en soit, dès le début du nouveau millénaire, les investisseurs à long terme sont de retour. Comme si l'histoire de ces investisseurs était soumise à un mouvement de balancier, ce sont des investisseurs publics, et non privés, qui ont fait la différence au cours de la dernière décennie. La seule véritable nouveauté, et elle est de taille, tient à ce que nombre de ces nouveaux investisseurs à long terme, pour la première fois depuis deux siècles, ont pour attache nationale un pays du Sud.

Les pays que l'on avait appelés autrefois, successivement, « du tiers monde », puis « sous-développés », puis « en voie de développement » sont, entre-temps, devenus, à coup de production à bas prix et

d'exportation, des pays émergents. Et ils ont bel et bien émergé, accumulant des réserves de change (de l'ordre de 5 000 Md\$ en 2009) qui leur permettent aujourd'hui d'occuper pour la première fois de leur histoire le devant de la scène financière mondiale.

N'y a-t-il pas une dose, même infinitésimale, de « paternalisme déçu » dans le mouvement de rejet que suscitent ces nouveaux investisseurs à long terme ? Le Nord sauvé par le Sud ? Est-ce bien naturel ? Trois remarques à cela. D'abord, ceci ne fait qu'acter le déplacement de la « tectonique des plaques » financières qui est en train de se produire sous nos yeux. Il faut ainsi se faire à l'idée que les pays émergents pèseront d'un poids de plus en plus lourd dans l'économie mondiale au cours des années qui viennent. Cette représentativité, qui ne leur est pas reconnue à ce jour dans les instances internationales (Fonds monétaire international - FMI -, notamment), devrait-elle aussi leur être refusée sur les marchés financiers ? Par ailleurs, peut-on en vouloir à ces pays de jouer le jeu de la mondialisation que nous avons eu tant de mal à leur « enseigner » ? Enfin, regardons ce que nos banques ont fait dans ces pays émergents. Quand les banques allemandes, italiennes et françaises ont lancé une véritable OPA sur le système bancaire des pays d'Europe centrale et orientale, qui s'en est offusqué ?

Si l'épicentre de la finance investie à long terme s'est ainsi, depuis deux décennies, déplacé vers le Sud, la permanence de cette finance est une réalité historique que seul le balancement entre la sphère publique et la sphère privée a rythmé au fil des crises économiques.

La deuxième vérité qu'il faut affronter lorsqu'on aborde la problématique des investisseurs à long terme tient à l'hétérogénéité fondamentale de cette population. Cette hétérogénéité se décline à quatre niveaux :

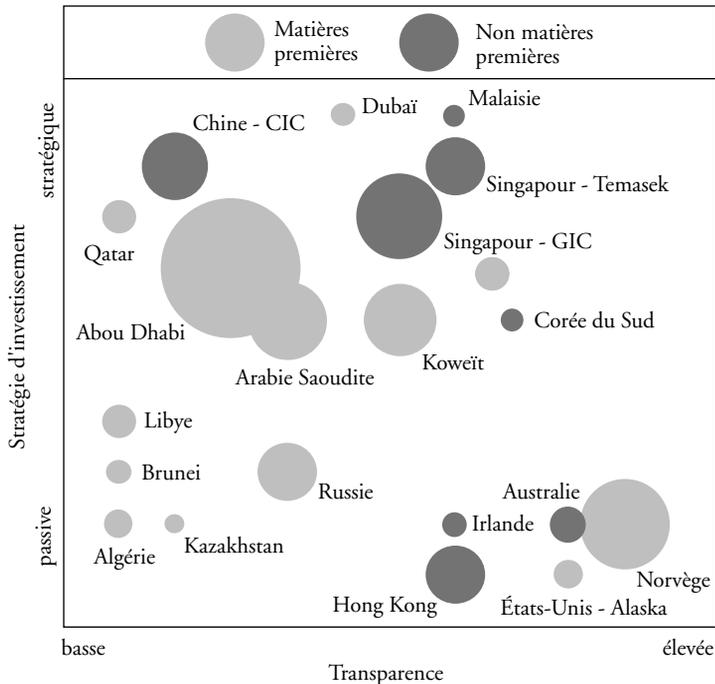
- hétérogénéité des pays concernés, nous venons de le dire ;
- mais hétérogénéité aussi des sources de capitaux : excédents de la balance des paiements pour l'Asie ; revenus pétroliers pour les pays du Golfe et certains autres pays, comme par exemple la Norvège ; cotisations des futurs retraités pour les fonds de pension ; réserves accumulées pour certaines banques ou certaines compagnies d'assurance ; enfin, dotation de l'État pour d'autres pays comme, par exemple, le Fonds stratégique d'investissement en France ;
- hétérogénéité de l'actionnariat de ces investisseurs à long terme : actionnariat public, privé ou de type mutualiste (dans le cas des fonds de pension) ;
- enfin, hétérogénéité des stratégies d'investissement qui reflète, dans la plupart des cas, l'hétérogénéité des statuts et des objectifs de ces investisseurs. En reprenant une typologie conventionnellement utilisée pour caractériser les stratégies d'investissement, on peut ainsi distinguer

trois stratégies d'investissement qu'appliquent les investisseurs à long terme en fonction notamment de leur horizon de placement :

- les investisseurs « éphémères » : *portfolio turnover* élevé et allocation d'actifs très diversifiée. Cette stratégie génère des bénéfices à court terme par l'achat et la vente de titres ;
- les investisseurs « dédiés » : actionnaires stables privilégiant la distribution de dividendes ou l'appréciation du capital sur le long terme, cette stratégie se traduisant par des prises de participation parfois importantes dans le capital des sociétés ;
- les investisseurs *quasi indexers* : actionnaires stables qui détiennent un portefeuille diversifié représentant un ou plusieurs indices et qui adoptent une stratégie passive et de *buy and hold*.

Si l'on combine ces multiples particularités, on peut établir de nombreuses cartographies de l'univers des investisseurs à long terme. Parmi celles-ci, celle proposée par le Sovereign Fund Institute pour les seuls fonds souverains a le mérite d'effectuer une topographie centrée sur les modes opératoires de cette catégorie particulière d'investisseurs (cf. figure 1).

**Figure 1**  
**Fonds souverains : stratégie et transparence**



Source : Sovereign Wealth Fund Institute, mise à jour le 18 mars 2008.

Cette cartographie démontre, s'il en était encore besoin, la diversité fondamentale de l'univers des investisseurs à long terme.

Troisième et dernière vérité concernant ces investisseurs : leur poids va croissant et est appelé à s'accroître encore à l'horizon de la décennie à venir.

En matière de chiffres, les derniers mois ont certes été déroutants. Un plan Paulson à 700 Md\$ auquel répondait une relance budgétaire chinoise de 500 Md\$. Mais c'était sans compter les 1 200 Md\$ promis par Barak Obama. Face à cela, des pertes bancaires qui, aux dires du FMI, se creusaient de trimestre en trimestre pour atteindre aujourd'hui (momentanément ?) 2 000 Md\$. À croire qu'à moins de 100 Md\$, on n'avait plus rien aujourd'hui sur la planète Finance. 100 Md\$ : à peine deux Madoff !

Dans cet environnement pour le moins confus, il est urgent de remettre les choses à leur place. Certes, l'ensemble des marchés dérivés représentent 500 000 Md\$, soit dix fois le PIB mondial. Mais les chiffres tirés de l'économie réelle sont bien plus raisonnables. Le PNB américain n'est que de 15 000 Md\$. Celui de l'Union européenne tourne autour de 17 000 Md\$. Par rapport à cela, les masses financières mobilisables par les investisseurs à long terme sont loin d'être négligeables. Que l'on en juge : 3 000 Md\$ pour les fonds souverains, 20 000 Md\$ pour les fonds de pension, 20 000 Md\$ pour les actifs des assureurs ; cela commence à compter.

Ces stocks de capitaux ne semblent pas appelés à se dégonfler au cours des prochaines années, et ce, pour de nombreuses raisons. Concernant les excédents de balance des paiements de nombreux pays émergents, la crise a certes fait des dégâts. Mais, sauf à considérer un scénario catastrophe, ces pays devraient garder une capacité exportatrice, confortée par la montée en gamme progressive de leur industrie autant que par la poursuite des délocalisations en provenance des pays « émergés ». Concernant les rentes pétrolières, la faiblesse actuelle du prix du pétrole est aussi infondée que l'était la brusque flambée du printemps 2008. Entre 150 dollars et 50 dollars le baril, même dans le cadre d'une crise économique durable - ce qui constitue notre hypothèse centrale -, le marché devrait trouver un équilibre médian, source de reconstitution des réserves de change des pays producteurs de pétrole. Concernant les retraites, si les placements financiers des fonds de pension risquent d'être moins « superrentables », car moins spéculatifs, que dans un passé récent et si les engagements souscrits par ces fonds en matière de prestations deviennent plus contraignants à l'horizon d'une décennie, il y a peu de chance (hors certains cas atypiques de type General Motors) que le volume des capitaux que gèrent les fonds de pension fasse autre chose qu'augmenter.

Il reste les banques et les compagnies d'assurance qui, sous le double coup d'une réduction de leur rentabilité et de normes comptables et prudentielles particulièrement pénalisantes, risquent de voir se réduire leurs capitaux disponibles pour investir à long terme. Encore que, la crise aidant, il n'est pas exclu que ces normes soient amendées et que l'allocation d'actifs de ces gestionnaires d'épargne longue soit reconfigurée pour mettre davantage en cohérence l'horizon temporel de l'actif et du passif de leur bilan. Mais, sans même préjuger de telles évolutions, il est clair que l'épargne investie à long terme par les professionnels de ce métier est appelée à continuer à se développer dans le futur raisonnablement maîtrisable. On peut même aller plus loin et dire que ceux que nous désignons dans cet article comme les investisseurs à long terme constituent peut-être pour la décennie à venir le seul gisement d'épargne susceptible de prendre des risques. En effet, les États, s'étant engagés dans une politique de relance keynésienne qui a substitué l'endettement public à l'endettement privé, verront rapidement leurs marges de manœuvre se réduire dans ce domaine. Quant aux ménages, il y a fort à craindre que face à la crise, leur taux d'épargne augmente, mais que leur aversion au risque et à l'illiquidité en fasse de même. Restera donc, comme seul gisement d'épargne longue, les désormais incontournables investisseurs à long terme.

268

### LE TOURNANT DE LA CRISE

Toute crise (le terme même vient du grec *Krisis* qui signifie « crible », « tamis ») est porteuse de réorientations stratégiques. La crise actuelle ne fera pas exception. D'où l'intérêt et l'urgence de mettre à jour les ressorts de celle-ci.

Pour ce faire, il faut commencer par balayer d'un revers de main les thèses les plus invraisemblables, dont certains médias se sont fait l'écho, mais, plus graves, certains politiques aussi et, plus coupables encore, certains économistes, ou supposés comme tels. Écartons ainsi quatre « idées reçues » qui, toutes d'une manière ou d'une autre, concernent le devenir des investisseurs à long terme.

D'abord, il n'y a pas et il n'y aura pas de « découplage économique ». L'idée selon laquelle le Sud (les pays émergents) pourrait « tirer » la croissance du Nord (les pays dits « développés ») se heurte à l'idée même de globalisation qui structure la croissance mondiale depuis le début des années 1980. Pour que les pays émergents (ou au moins certains d'entre eux) retrouvent un taux de croissance à deux chiffres, encore faudrait-il qu'ils puissent continuer à exporter en l'absence d'un marché intérieur dont les bases s'élargissent, mais encore trop

timidement. Or, pour exporter, il faut qu'il y ait des pays qui importent. Et donc qui consomment. Et donc qui ne sont pas en crise.

Deuxième idée reçue à combattre : il peut y avoir, à horizon de sortie effective de la crise, un retour de l'inflation. Ceci est faux. La croissance sera durablement faible même dans les scénarios les plus optimistes et, plus important encore, le monde restera durablement en situation d'excès d'offres de travail, ce qui constitue la pression désinflationniste la plus efficace à moyen terme.

Troisième idée reçue également à combattre : les États doivent et peuvent s'endetter en substitution des agents privés. Ce « keynésianisme raconté aux enfants » a ses limites. La plupart des États ont d'ores et déjà utilisé leurs principales marges de manœuvre dans ce domaine. Le déficit public américain a ainsi triplé en deux ans. Le plan chinois de 500 Md\$, quels qu'en soient les méandres, limite les possibilités de relance budgétaire à venir dans ce pays. Il reste, bien sûr, l'Allemagne et quelques pays de second rang qui pourraient renoncer à leur stratégie actuelle de « passager clandestin »<sup>1</sup>. Mais on voit bien que cela ne peut pas aller très loin. Par ailleurs, cette substitution de l'endettement public à l'endettement privé garde la même racine, l'endettement, qui ne fera qu'accroître la surliquidité et ne pourra donc se déboucler, à terme, que par l'impôt ou l'inflation. Cette voie est donc à écarter.

269

Ayant éliminé ces différents « faux amis », il reste à définir avec plus de précisions de quoi pourra être faite la sortie de crise. Dans ce domaine, on peut considérer (et c'est notre cas) que cette crise est à certains égards salutaire. Elle va en effet favoriser la « remise des pendules à l'heure » pour le plus grand bénéfice des investisseurs à long terme. Nous n'en prendrons que quelques exemples :

- cette crise a définitivement disqualifié la stratégie de laxisme monétaire. N'en déplaise à Alan Greenspan, la réinjection de liquidités opérée à chaque « hoquet conjoncturel » ne peut conduire qu'à l'état de surliquidité actuel et donc au gonflement de bulles spéculatives. La leçon de ce laxisme a aujourd'hui été tirée, au moins peut-on l'espérer ;

- par ailleurs, on peut aussi espérer que le découplage entre risque et rendement auquel on a assisté au cours des dernières années ne s'opérera plus, à l'horizon au moins de la mémoire des opérateurs financiers... Le retour des primes de risque va certes avoir un effet d'exclusion pour les catégories les plus fragiles (tant au niveau des entreprises et des États qu'au niveau des ménages). Mais il va aussi avoir un effet positif de discipline et de juste rémunération de ceux qui acceptent de prendre des risques ;

- le *short-termism* a lui aussi, peut-être, pris « du plomb dans l'aile ».

La possibilité d'obtenir des rendements financiers à court terme indépendants des rendements réels à long terme est, dans la durée, un mirage. Ce dernier est en train de se dissiper (même si, au cours des derniers mois, certains opérateurs considèrent que l'on est revenu au temps du *business as usual*). On peut donc espérer que le comportement des épargnants, comme celui des gérants de capitaux, va nécessairement évoluer vers plus de responsabilité et, pendant un temps au moins, vers moins de *greediness* et d'aveuglement ;

- le caractère fondamentalement procyclique de la notation aussi bien que des normes prudentielles (Bâle II et Solvency II) et comptables (IAS - International Accounting Standards) est lui aussi battu en brèche. Ceci ne retire rien à l'utilité de ces conventions. Mais ceci appelle à un examen de conscience collectif quant à l'adaptation des réglementations à la conjoncture économique. Et c'est une très bonne chose ;

- enfin, les vertus de l'intermédiation devraient être davantage reconues. Quand un intermédiaire se transforme en courtier - ce qui est advenu avec le processus de titrisation -, la traçabilité du risque devient presque impossible. Par ailleurs, l'intermédiation a pour fondement l'analyse du risque qui, si elle est mutualisée, pousse insensiblement à l'irresponsabilité des opérateurs. Mais en aucun cas à la disparition du risque lui-même. Ce constat, de simple bon sens, va nécessairement redonner du lustre à la fonction d'intermédiation.

270

Toutes ces évolutions vont dans le bon sens. Reste à définir de quoi peut être faite sur de telles bases, plus solides, la sortie de crise (Artus et Pastré, 2009). Dans le domaine monétaire, sauf à accepter de sacrifier le dollar, la sortie de crise passera nécessairement par un *crawling peg* négocié, ce qui est certes plus facile à définir qu'à mettre en œuvre, mais ce qui constitue une voie moyenne entre la « guerre des monnaies » et l'illusoire avènement d'une monnaie mondiale dont rêvent depuis six décennies les nostalgiques des ingouvernables DTS (droits de tirage spéciaux). Au plan intérieur, la priorité monétaire devra nécessairement être donnée à l'épongeage progressif de la surliquidité, ce qui est parfaitement possible si l'inflation retrouve sa place, centrale mais non exclusive, parmi les objectifs de politique monétaire et si la mesure de l'inflation intègre aussi le prix des actifs et pas seulement celui des biens et des services.

Au plan budgétaire, la coopération et la coordination doivent être la règle, ce qui est parfaitement possible dès lors que, la crise « aidant », les États acceptent de renoncer à la stratégie de « passager clandestin » qui ne peut que déboucher un jour où l'autre sur le protectionnisme. Mais cette relance budgétaire concertée, que nous appelons de nos vœux, n'aura d'efficacité réelle que si elle débouche sur une reprise de l'investissement et sur une réindustrialisation des pays du Nord.

Vaste programme ! Dès à présent, il faut donc créer les conditions d'une telle relance de l'investissement. Nous allons y revenir.

C'est à l'aune de ces grandes orientations d'une stratégie de sortie de crise qu'il faut apprécier le chemin que nous avons parcouru depuis l'éclatement de celle-ci, il y a maintenant plus de deux ans. Sur le plan des institutions, le Sommet du G20 de Londres en avril 2009 et celui de Pittsburgh en septembre 2009 constituent un excellent *benchmark* pour apprécier le chemin ainsi parcouru. Dans ce domaine, on peut considérer que le « verre est au tiers plein » (Pastré, 2009).

Des progrès incontestables ont été réalisés en matière de réformes des institutions. C'est vrai en matière de renforcement des moyens financiers du FMI. Mais c'est vrai aussi en matière de lutte contre les paradis fiscaux et en matière d'encadrement des agences de notation et des *hedge funds*. Il n'en reste pas moins vrai que de nombreux thèmes de débats, et donc de possible coordination, ont été éludés à Londres. C'est vrai pour la relance budgétaire coordonnée souhaitée par les Américains. C'est vrai également pour les parités monétaires, thème que l'Europe aurait eu intérêt à avoir abordé. C'est vrai enfin du commerce international, pour lequel les déclarations d'intention et les hymnes au libre-échange ne peuvent suffire.

Si l'on se place maintenant du strict point de vue des investisseurs à long terme, le verre se trouve lui aussi, c'est notre sentiment, « au tiers plein ». Les principales décisions prises par ces investisseurs depuis l'éclatement de la crise sont de deux ordres. Premièrement : un changement des équipes de gestion, internes aussi bien qu'externes, ce mouvement ayant été particulièrement marqué au États-Unis. Deuxièmement : un mouvement de *flight to security* d'une ampleur sans précédent. À l'échelle mondiale, en l'espace d'un an, depuis le premier trimestre 2008, le poids des actifs à rendement fixe dans le portefeuille d'investissements des fonds de pension a ainsi grimpé de 39 % à 45 % en moyenne. En contrepartie, celui des actions a baissé de 42 % à 34 %<sup>2</sup>. On ne peut que comprendre ce deuxième mouvement de type réflexe. Mais on ne peut aussi que le regretter. Car c'est au moment même où la planète Finance a le plus besoin des investisseurs à long terme que ces derniers semblent le plus tourner le dos à leurs incontournables responsabilités. Il y a de quoi être inquiet pour l'avenir.

271

### LES NOUVEAUX PARADIGMES DE L'INVESTISSEMENT À LONG TERME

La crise actuelle est le témoin de multiples changements de paradigmes. L'inflation, qui a hanté les esprits depuis le début des

années 1980, cède aujourd'hui le pas à une nouvelle hantise, celle de la déflation. La nationalisation (en l'occurrence des banques), qui paraissait un remède à proscrire définitivement, a fait un *come back* inattendu (même s'il n'est que temporaire) en premier lieu dans les pays (Angleterre et États-Unis) considérés comme les plus libéraux. Enfin, le protectionnisme, que l'Organisation mondiale du commerce (OMC) était supposée avoir enterré de manière définitive, revient depuis peu au centre des préoccupations des principaux dirigeants de la planète.

Comme les gouvernements, les investisseurs à long terme doivent, au cœur de cette crise d'une ampleur sans précédent, procéder eux aussi à un véritable *aggiornamento* intellectuel. Les débats qui se déroulent (notamment dans le cadre de l'OCDE et dans celui du Club des investisseurs à long terme créé par la Caisse des dépôts en France) sur la gouvernance des fonds souverains gardent tout leur intérêt et toute leur actualité. Les efforts à accomplir par certains de ces fonds en matière de transparence sont plus que jamais indispensables. Mais il faut aller plus loin. Le caractère exceptionnel de cette crise appelle des réflexions et des discussions d'un type nouveau concernant la gouvernance des investisseurs à long terme, qui représentent une population certes hétérogène, mais qui, par ses missions, jouera *volens volens* un rôle central dans toute stratégie de sortie de crise. Les nouveaux paradigmes qui doivent structurer la réflexion stratégique de ces investisseurs sont au nombre de deux.

Premier paradigme : la coopération entre investisseurs à long terme devient indispensable. L'hétérogénéité des stratégies est, nous l'avons dit, consubstantielle de l'univers de ces investisseurs, dont les mandats et les objectifs sont par nature très typés. Il ne peut être question d'envisager une unification de ces stratégies (sous l'empire de quelle autorité supérieure celle-ci pourrait-elle être opérée ?). De même, l'idée d'un fonds souverain européen, que l'on voit agitée dans certaines enceintes, n'a aucun sens. Pas d'excédent structurel de balance des paiements et pas de gouvernance économique effective de l'Europe : le dossier est clos avant même d'être ouvert.

Par ailleurs, les forces centrifuges qui s'exercent dans l'univers des investisseurs à long terme vont dans certains registres s'amplifier avec la crise. Les contraintes n'étant pas les mêmes et les objectifs poursuivis étant fondamentalement hétérogènes, rien d'étonnant à ce que les comportements soient parfois contradictoires. Il n'empêche qu'une certaine forme de coopération est possible et, surtout, plus que jamais nécessaire. Sans remonter à Montesquieu et à son *Esprit des lois*, de nombreux auteurs, de Hobbes au XVII<sup>ème</sup> siècle (Hobbes, 1968 ; première édition en 1651) à Hirshman (1977) en

passant par les fondateurs de la théorie des jeux (Schmidt, 1995), ont démontré que malgré l'omniprésence du conflit comme « moteur » de l'économie de marché et l'*imperium* de la poursuite de l'intérêt individuel en matière de croissance économique, la coopération était indispensable à la résolution de certaines contradictions inhérentes au libre jeu de la concurrence. L'exemple le plus évident pour illustrer cette thèse est le protectionnisme. Cette politique économique, mise en œuvre de manière récurrente depuis que le capitalisme structure la croissance économique, constitue un débouché naturel des théories mercantilistes appliquées sans discernement. Le protectionnisme est l'illustration parfaite d'un « jeu non coopératif » qui ne se déboucle que par l'attrition du commerce international et *in fine*, bien souvent, par la guerre. Ou alors par une réaction coopérative qui ne peut avoir pour impulsion que celle venant de la sphère politique.

L'intérêt de la coopération pour les investisseurs à long terme tient, en période de crise structurelle, à la raréfaction des moyens et à la multiplication des opportunités d'investissement. Dans une phase de réallocation d'actifs, le champ des possibles s'élargit, alors même que les moyens de rendre réels ces possibles se réduisent. Dit autrement, en refusant de coopérer, les investisseurs à long terme se ferment, volontairement ou non, des portes ouvertes par la crise sur de nouveaux espaces d'investissement. Au moment même où ces nouveaux espaces se multiplient et où la nécessité d'investir à long terme se fait plus pressante. Et c'est là un autre volet du plaidoyer en faveur de la coopération. En période de crise, le caractère éminemment politique des investissements à long terme s'accroît. Cela n'a rien à voir avec le caractère privé ou public de tel ou tel type d'investisseurs à long terme. Cela tient à la responsabilité macroéconomique accrue de cette famille d'investisseurs en période de crise. Aujourd'hui, l'investissement à long terme, comme l'investissement à risque, est (re)devenu fondamentalement politique. Et qui dit « politique » dit nécessairement (et, bien sûr, pas exclusivement) « coopératif ».

Deuxième paradigme : reste à déterminer les voies et les moyens d'une telle coopération. Tirons définitivement un trait sur les chimères visant à promouvoir une unification des comportements des investisseurs à long terme. Pour des raisons politiques autant qu'économiques, ce n'est pas possible et ce n'est même pas souhaitable : un marché, quel qu'il soit, a besoin de diversité (ne serait-ce que celle qui existe entre l'offre et la demande...) pour fonctionner de manière efficiente. Cessons même de rêver à des progrès significatifs en matière de convergence de la gouvernance des différentes catégories d'investisseurs à long terme. Nous l'avons dit, toute crise génère des forces centrifuges que l'égoïsme bien compris des agents soumis à forte pression ne fait qu'accroître.

Il reste toutefois quatre niveaux auxquels une coopération entre investisseurs à long terme est possible et souhaitable :

- *l'information* : l'échange d'informations, sur ce qui peut être considéré comme des *best practices* ou encore sur les pièges à éviter en période de turbulences des marchés, constitue un terrain de coopération possible et sans danger puisqu'il n'y a pas, sur ce terrain, de concurrence entre les différentes catégories d'investisseurs à long terme. La statistique favorise cette concurrence saine et « adoucit les mœurs ». La création d'un observatoire mondial de l'investissement à long terme trouverait parfaitement sa place dans ce domaine ;

- *l'investissement* : nous l'avons dit, il est des espaces d'investissement qui ne peuvent, compte tenu de leur ampleur ou de leur nouveauté, être explorés efficacement que de manière coopérative. C'est vrai de certains investissements d'infrastructure, mais aussi d'investissements en matière de nouvelles technologies ou en matière d'environnement. D'une manière générale, c'est vrai de tous les investissements porteurs de fortes externalités, positives ou négatives. Dans ce domaine, la création de fonds d'investissement conjointement parrainés par des investisseurs à long terme paraît une voie toute tracée et déjà explorée par certains ;

- *le financement* : ayant abusé de l'endettement privé, la planète est en train de redécouvrir les charmes de l'endettement public. Ces charmes, nous l'avons dit, ne peuvent pas être cultivés à l'infini. Les investisseurs à long terme ont des structures de bilan (et, pour nombre d'entre eux, une récurrence de revenus) qui en font des emprunteurs recherchés par les marchés. Cette capacité d'endettement peut être utilisée de manière individuelle, mais elle peut l'être aussi de manière collective. La note « triple A » reste toujours aussi séduisante, mais ne va plus être, à l'avenir, octroyée de manière aussi généreuse que par le passé. Le poste « Frais financiers » de certains investisseurs à long terme se présentant sur les marchés individuellement va nécessairement (et inutilement) s'en ressentir. Ceci mérite réflexion quant aux gains que pourraient permettre de réaliser, dans ce domaine, des émissions obligataires mutualisées ;

- *la réglementation* : les investisseurs à long terme ont une force de conviction collective qui est potentiellement considérable. Le rôle qui peut être le leur dans la définition des stratégies de sortie de crise leur donne un pouvoir qu'ils n'avaient pas jusqu'à présent. Raison de plus, pour eux, de donner de la voix pour défendre leurs intérêts. Dans ce domaine, il est deux registres au moins où le *lobbying* des investisseurs à long terme pourrait s'avérer être une stratégie véritablement *win-win* (*win* pour les investisseurs à long terme, mais *win* aussi pour la collectivité). Ce sont, en premier lieu, l'encouragement fiscal à

l'investissement à long terme et, en second lieu, l'adaptation des normes comptables aux contraintes spécifiques qui pèsent sur ce type d'investisseurs. Deux chantiers qu'il paraît urgent de réouvrir si l'on veut conforter toute politique de relance à l'échelle internationale aussi bien que nationale.

Sans, bien sûr, prétendre ici être exhaustif, telles sont les quatre voies de coopération possibles entre investisseurs à long terme de nationalités et de statuts différents. Ces coopérations ne seront efficaces que si elles sont à géométrie variable (selon les thèmes traités et l'urgence ressentie par les différentes institutions). En cette période de crise, les investisseurs à long terme se trouvent à la croisée des chemins. S'ils empruntent la voie coopérative, il y a de fortes chances qu'ils confortent leur *business model*, tout en accélérant, pour leur plus grand bien, la sortie de crise. « Là où est le commerce, il n'est pas de guerre », écrivait Montesquieu. « Là où est la coopération entre investisseurs à long terme, il n'est pas de crise », pourrait-on écrire aujourd'hui. Pour peu que l'on commence très vite à noircir cette page blanche...

## NOTES

1. La stratégie de « passager clandestin » consiste pour un pays à profiter des efforts faits par les autres pays (en matière budgétaire, notamment) tout en refusant de participer à l'effort collectif.
2. À noter toutefois que certains fonds ont adopté progressivement des stratégies d'allocation plus dynamiques cherchant à tirer parti des fluctuations du marché financier. En septembre 2008, certains fonds publics, comme le Missouri SERS, le South Carolina RS ou le Pennsylvania SERS, ont ainsi choisi d'investir sur le marché hypothécaire prenant le contre-pied de la tendance de repli général. Un peu plus tôt la même année, le WSIB (Washington State Investment Board) a annoncé son intention de maintenir, voire d'accroître, son engagement dans des fonds de *private equity*.

## BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P. et PASTRÉ O. (2009), *Sorties de crise. Ce qu'on ne nous dit pas. Ce qui nous attend*, Perrin.
- HIRSHMAN A. O. (1977), *The Passions and the Interests*, Princeton University Press.
- HOBBS T. (1968), *Leviathan*, Penguin Books ; première édition en 1651.
- PASTRÉ O. (2009), « Le G20 : le verre au tiers plein », *Sociétal*, avril 2009.
- SCHMIDT C. (1995), *Théorie des jeux et analyse économique : 50 ans après*, Economica.

