

Les gagnants de la finance de demain

**LA CHRONIQUE DE
AUGUSTIN LANDIER
ET DAVID THESMAR**

La crise va marquer le paysage de l'industrie financière. Une première tendance déjà perceptible est le renforcement des investisseurs de très long terme, qui trouve sa dynamique dans un double constat. Tout d'abord, la crise a rappelé qu'investir en actions est une option trop risquée pour celui qui investit à court terme. La littérature académique montre qu'aux Etats-Unis le risque à 1 an d'un portefeuille diversifié d'actions est deux fois plus élevé qu'à 30 ans. En France, il est divisé par quatre si on investit à 10 ans au lieu de 1 an. Les actions sont réservées aux acteurs longs (assureurs-vie, caisses de retraite, fonds souverains) qui financent la retraite de leurs investisseurs ou à ceux à qui ils confient la gestion de leurs fonds. Certes, l'idée d'une retraite par capitalisation qui laisserait aux individus le soin d'investir leur épargne se trouve ébranlée. Même muni de garde-fous, ce système risquerait de générer des inégalités aberrantes entre les générations chanceuses (qui prendraient leur retraite en temps normal) et malchanceuses (qui solderaient leur épargne au moment d'une crise boursière). Cela ne disqualifie pas pour autant l'investissement de l'épargne retraite en actions, mais milite pour un système garantissant la stabilité d'une partie des pensions en les finançant par des capitaux investis à très long terme. L'Etat sera donc au cœur de ce dispositif, via des outils comme le Fonds de réserve pour les retraites.

Deuxième constat : la crise a mis au jour l'avantage comparatif d'acteurs capables d'engager des masses importantes de capitaux pour des périodes longues et de manière contracyclique. Les investisseurs courts – comme les sicav actions et, dans une moindre mesure, les « hedge funds » – sont exposés à la possibilité d'une fuite de leur base de capitaux en cas de mauvaise performance de court terme. Les travaux de John Campbell, de l'université Harvard, ont établi que les périodes de chute des cours sont suivies à terme d'une remontée. La chute des marchés offre donc une opportunité historique de gains de long terme aux acteurs patients. Tous ne sont pas publics (dotations d'université, de fondations, fonds de pension), mais l'Etat a un rôle à jouer car il possède une capacité unique d'attirer les capitaux sur son bilan, surtout en période de crise, à un coût

modéré. La dette d'un Etat joue le rôle de valeur refuge, comme le métal jaune à l'époque de l'étalon or. Une telle politique financière suppose une certaine responsabilité budgétaire, car la crédibilité est l'actif le plus précieux de l'Etat investisseur.

Une deuxième tendance est le développement de l'investissement responsable. Les fonds souverains, les dotations de fondations ou d'universités ne sont pas des investisseurs comme les autres. Ils représentent une collectivité et ses valeurs. Ils sont donc naturellement sensibles à la compatibilité de ces valeurs avec les projets que leur capital sert à financer. L'importance grandissante des critères éthiques chez les investisseurs est déjà tangible : à l'échelle de la planète, 15.000 milliards de dollars de capitaux (cinq fois plus que les fonds souverains et sept fois plus que les « hedge funds ») ont déjà été placés avec l'engagement à prendre en

15.000 milliards de dollars (cinq fois plus que les fonds souverains et sept fois plus que les « hedge funds ») ont déjà été placés selon des critères éthiques.

compte des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance dans leur politique d'investissement en souscrivant aux principes de l'Investissement responsable des Nations unies. En France, l'investissement responsable est l'un des piliers de la politique d'investissement du Fonds de réserve pour les retraites.

La croissance des acteurs publics va augmenter à l'échelle mondiale la taille des fonds responsables. Cette évolution est positive à plus d'un titre. D'abord parce qu'elle va décupler l'impact de l'investissement responsable sur les entreprises désireuses de ne pas s'aliéner cette source de capital. Mais aussi, effet plus spécifique à la France, l'investissement responsable offre une voie de réconciliation du public avec la finance de marché. Souhaitons que nos fonds publics sachent mettre en avant cette dimension de lobbying éthique positive plutôt que la tentation négative du patriotisme économique.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern).
DAVID THESMAR est professeur associé à HEC et directeur scientifique du BNP Paribas Hedge Fund Center.