

INTRODUCTION

EDWARD ARKWRIGHT*

PHILIPPE TRAINAR**

De façon générale, on peut considérer que les fonds disposés à financer des investissements de long terme et à assumer le cumul des risques liés au long terme devraient être une ressource rare. Deux types de biais, dont l'effet net sur l'investissement agrégé de long terme peut varier d'une région du monde à l'autre, sont en effet susceptibles d'affecter les décisions d'investissement de long terme :

– des biais comportementaux tout d'abord : les prix Nobel Daniel Kahneman et Amos Tversky ont montré que les individus, confrontés à la difficulté de connaître les probabilités objectives, élaborent des probabilités subjectives qui affectent leur perception du risque ; ces biais incitent les agents économiques non seulement à sous-estimer la réalité des risques longs, mais également à manifester une aversion relative à ces risques en raison de l'ambiguïté de leur loi de distribution ;

– des biais institutionnels : ceux-ci sont liés à la fiscalité qui peut inciter ou dissuader l'investissement de long terme et infléchir la nature des produits financiers offerts à la nature de la couverture retraite – en répartition ou en capitalisation – qui détermine l'existence de fonds de pension...

Ces biais sont d'autant plus importants que l'allocation du capital devrait être marquée par deux faits majeurs au cours des prochaines années :

– une compétition de plus en plus vive, à l'échelle mondiale, pour l'attraction de l'épargne susceptible d'être investie à long terme ;

– un biais domestique qui, même s'il tend à diminuer avec le temps, n'en demeure pas moins encore significatif aujourd'hui.

* Directeur du pilotage stratégique, du développement durable et des études, Caisse des dépôts.

** Directeur des risques et membre du comité de direction, groupe SCOR.

Le premier fait peut paraître paradoxal, sachant que depuis près de vingt ans, la convergence et la baisse continue des taux d'intérêt réels mondiaux pointent plutôt dans la direction opposée, d'un excédent d'épargne et d'une pénurie d'investissement. Ainsi, en dépit d'une croissance mondiale remarquable au cours de la période précédant la faillite de Lehman Brothers, la globalisation a conduit le monde dans une situation où une demande insuffisante faisait face à des capacités de production excédentaires obligeant la planète à thésauriser son épargne. Il existe donc bien un déséquilibre mondial de l'épargne et de l'investissement. L'évolution erratique de la finance globalisée plaide également en ce sens. Ce constat de taux d'intérêt et de taux d'investissement en baisse a conduit à s'interroger sur les facteurs structureaux qui pourraient expliquer cette évolution contre-intuitive. Ben Bernanke, président de la Federal Reserve, a ainsi popularisé l'hypothèse du *saving glut*, une épargne mondiale surabondante. Si cette analyse permet bien d'expliquer les déficits colossaux du compte courant américain, elle ne nous dit toutefois pas pourquoi la baisse des taux d'intérêt n'a pas entraîné une croissance plus forte de l'investissement. La transition démographique, c'est-à-dire le mouvement simultané de baisse de la natalité et d'allongement de l'existence, peut en revanche rendre compte de cette évolution, mais seulement tant que la conscience de ces phénomènes n'est pas pleinement intégrée par les agents économiques. Le *saving glut* n'aura été que temporaire.

10

De fait, il n'est pas sûr que ces tendances qui ont prévalu avant la crise se poursuivent après la crise. La sortie de crise est en effet marquée par de très importants besoins de capitaux longs. Il va falloir refinancer la dette publique, financer les exigences accrues de capital dans la banque et l'assurance (la révision récente de Solvabilité II accroîtrait de 30 % les exigences en capital dans l'assurance européenne), financer la croissance de l'Asie émergente et, surtout, financer l'adaptation des économies avancées aux défis à la fois de la croissance asiatique et du remplacement du capital dévalorisé par la crise. Cette adaptation est cruciale. Elle va déterminer la place de nos économies, notamment de l'économie française, dans l'économie mondiale de demain, leur déclin ou leur assomption. En raison des perspectives que leur offre le rattrapage économique en cours, les économies émergentes, tout particulièrement l'Asie émergente, disposent probablement d'un avantage significatif en matière de prise de risque long et, par là même, d'investissement long par rapport aux économies industrialisées et, plus particulièrement, par rapport aux économies d'Europe continentale, notamment l'économie française.

Dans cet environnement mondial, la France s'est caractérisée par un taux d'investissement encore plus faible, à tout le moins sensible-

ment plus faible, que celui des autres pays avancés, notamment des États-Unis. C'est ainsi qu'en présence d'une épargne nationale élevée, la faiblesse de l'investissement français s'est traduite par des sorties nettes importantes d'investissements directs. La crise a certes ramené la France dans la moyenne des pays avancés, mais cette apparente « normalisation » est imputable au ralentissement de l'investissement dans les pays avancés les plus frappés par la crise, notamment au sein de la zone euro, et non au redressement de l'investissement français. En outre, le taux d'investissement en pourcentage du PIB est un indicateur qui sous-estime probablement la faiblesse de l'investissement français dans la mesure où le dénominateur (le PIB) n'est pas indépendant du numérateur (l'investissement) qu'il a tendance à suivre dans son évolution, certes avec retard. Mais ce qui est plus préoccupant dans la situation française, c'est que cette faiblesse de l'investissement domestique se combine avec une part importante des non-résidents dans son financement, en dépit du niveau élevé du taux d'épargne.

Au 31 décembre 2011, la capitalisation boursière des entreprises françaises du CAC 40 était en effet détenue à hauteur de 43,3 % par les non-résidents, soit une détention nette de 334,6 Md€ sur une capitalisation boursière totale de ces sociétés de 772,3 Md€. Cela place la France au-dessus de la position médiane des grandes économies. Cette part tombe à 25 % pour l'ensemble des actions des entreprises résidentes. Elle monte à 63 % pour la dette de l'État. Naturellement, ces chiffres peuvent être diversement interprétés, non seulement comme une faiblesse, mais aussi comme une force témoignant de l'internationalisation de l'économie française, sachant que les pays qui importent beaucoup de capitaux sont aussi ceux qui en exportent beaucoup. Ainsi, c'est la position nette qui est importante, encore que la position brute ne saurait être négligée, sachant que les capitaux des non-résidents sont en général beaucoup plus volatils que ceux des résidents et que seules les sociétés les plus performantes sont en mesure d'aller chercher à l'extérieur des financements en fonds propres. Or la France est importatrice de capitaux, contrepartie de la détérioration continue de son solde courant. Ce qui est moins connu, mais cependant pertinent pour l'analyse de l'investissement de long terme, c'est que la France est très largement déficitaire en termes d'investissements directs. Les investissements directs français à l'étranger sont, selon la métrique que l'on retient, entre deux et quatre fois plus élevés que les investissements directs étrangers en France, ce qui correspond à une sortie de capital, en termes d'investissements directs, de l'ordre de 1,3 % du PIB. Cette situation peut paraître curieuse dans la mesure où la France constitue, de ce point de vue, une exception à la règle selon

laquelle ce sont en général les pays où la retraite est largement par capitalisation qui sont exportateurs de capitaux-actions alors que les pays qui, comme la France, recourent davantage à la retraite par répartition sont davantage importateurs de capitaux-actions.

Cause ou conséquence de cette situation, l'orientation de l'épargne longue des ménages français ne semble pas très favorable à l'investissement long. Rapporté à leur revenu disponible, le patrimoine financier des ménages français est faible par rapport à celui des ménages américains, japonais ou anglais, mais comparable à celui des ménages des autres pays européens (Allemagne, Italie, Espagne...). Deux facteurs peuvent expliquer ces différences. D'une part, le système de retraite par répartition implique que la valeur actualisée implicite des pensions à venir se substitue (au moins partiellement) au montant accumulé dans les fonds de pension et l'assurance-vie, ce qui réduit d'autant le montant nécessaire du patrimoine financier. D'autre part, le portefeuille total des ménages français est bien plus orienté vers l'immobilier que vers les actifs financiers. En outre, les placements financiers longs se sont principalement développés dans le cadre de l'épargne intermédiée par l'assurance-vie dont les actifs sont encore aujourd'hui dominés par la dette publique aux dépens notamment des actions, que les nouvelles règles de solvabilité vont en outre défavoriser.

12

L'Europe et la France ne resteront dans le peloton de tête de l'économie mondiale que grâce à un effort soutenu de recherche, d'innovation, de progrès technique et de croissance, qui exige lui-même un effort historique d'investissement de long terme. Pour cela, il faut tout d'abord susciter une offre accrue de capitaux longs par le marché, probablement grâce à une régulation prudentielle plus économe en capitaux longs, à une fiscalité plus neutre, au développement de fonds appropriés, à la flexibilisation de notre marché du travail et à un environnement public plus stable. Il faut ensuite inciter nos économies à prendre plus de risques longs, ce que l'on peut obtenir par un partage plus optimal de ces risques. Enfin, il faut renverser la tendance passée favorable à la dépense courante publique et redéployer l'effort public vers l'investissement long et le renforcement de l'attractivité de la France pour les investisseurs longs, tant français qu'étrangers. L'État, en tant qu'« assureur de risques longs » en dernier ressort, a donc une responsabilité particulière dans la rétention de l'épargne française et l'attraction de l'épargne mondiale en France. Il doit se fixer pour impératif de contribuer, dans la limite de ses moyens et de ses compétences, au maintien de nos économies dans la concurrence mondiale pour l'innovation et la création de richesse à long terme.

Le numéro commence par une présentation de l'investissement de long terme et de son utilité. Jean-Hervé Lorenzi et Julien Navaux, s'appuyant sur les travaux de la Chaire transitions démographiques, transitions économiques, rappellent combien l'utilité de l'investissement de long terme est démontrée et se trouve augmentée dans le contexte de vieillissement de la population que connaissent nos économies. Dès lors que l'épargne deviendra de plus en plus une ressource rare et convoitée, la question des mesures incitatives à mettre en place pour favoriser l'investissement de long terme se pose avec une grande acuité. La fiscalité peut jouer à cet effet un rôle déterminant et éviter ainsi que le vieillissement ne déclenche à terme un processus dangereux de réduction concomitante de l'épargne comme de l'investissement de long terme.

Est abordée ensuite la question du financement de ces investissements nécessaires. Quelles ressources mobiliser ? D'abord dans le monde. Dominique Namur présente les différences très fortes dans le monde entre les capacités à investir hors de l'économie domestique et à attirer cette épargne mondiale de long terme. La crise a, de ce point de vue aussi, accéléré les écarts entre les zones. Au sein des différents types d'investissements, plusieurs mouvements sont là aussi à l'œuvre, notamment au sein des investissements de portefeuille, bien supérieurs aux investissements directs, l'allocation de ressources dépendant fortement de la question de la prime de risque que les investisseurs sont prêts à acquitter pour acquérir rapidement du capital productif. L'auteur met aussi en évidence le lien entre la structure démographique, l'épargne et la mutation que connaissent déjà les grands pays développés qui voient une partie de leur appareil productif désormais financée par les pays émergents.

Christine Blondel développe le point de vue spécifique du capitalisme familial et de ses liens étroits avec l'investissement de long terme. L'horizon d'investissement indéfini et l'implication de la famille dans l'entreprise qui caractérisent ce type de capitalisme fournissent, de son point de vue, les motifs d'une proximité entre le capitalisme familial et l'investissement de long terme. Elle présente le capitalisme familial comme un capitalisme patient, investissant son propre argent, ancré dans son environnement et attaché aux éléments non financiers de valorisation de l'activité. Ce capitalisme est plutôt endetté, dès lors que ces entreprises ont moins recours aux augmentations de capital. Malgré des contraintes propres, comme la nécessité de conduire des stratégies plus économes et une plus forte sensibilité au crédit bancaire, ce capitalisme s'inscrirait davantage dans la durée, même lorsqu'il prend la forme d'investissements de *family offices*. La promotion de l'investissement de long terme devrait donc, de ce point de vue, prendre en compte la situation particulière de cette forme de capitalisme.

Rechercher des investissements de long terme exige aussi d'avoir recours à l'épargne domestique et d'être capable de l'orienter vers ce type d'emplois. Luc Arrondel, Vladimir Borgy et Frédérique Savignac adoptent le point de vue de l'épargnant et se penchent sur ses choix, en s'appuyant sur une approche comportementale. Ils dressent le portrait de l'épargnant français. Là où l'on peut le voir timoré, privilégiant des supports de court terme et sécurisés comme l'épargne réglementée – elle-même fortement employée à des financements de long terme, voire de très long terme –, on découvre un épargnant plutôt avisé. Les plus aisés et âgés ont investi dans des produits plutôt risqués et de long terme, jusqu'à ce que la crise les rende plus prudents. Les auteurs insistent sur le rôle des anticipations et de la perception de l'avenir. Les épargnants français seraient restés relativement stoïques, mais la prudence les gagnerait au vu du contexte général et des anticipations pessimistes qui en résultent. Plusieurs moyens peuvent être imaginés pour favoriser des placements plus longs et moins sécurisés, mais l'examen du comportement des épargnants invite surtout à renforcer l'éducation financière et à la commencer jeune.

Ghizlane Kettani et Alain Villemeur exposent le rôle du capital-risque pour le financement de l'innovation. Ils soulignent l'importance de ce mode de financement depuis la fin des années 1970 et son efficacité démontrée par le nombre de brevets obtenus par euro investi en recherche et développement dans les entreprises financées par des capitaux risqués. Les fonds de capital-risque présentent de ce point de vue un cycle de vie qui serait particulièrement favorable à la démultiplication de la capacité d'innovation. Dans ce contexte, il convient que les pouvoirs publics favorisent l'action des *business angels*, notamment en les incitant à se constituer en réseaux. La France se caractérise par un sous-investissement dans le capital-risque et par des capitaux risqués dans le financement de l'innovation. Là aussi, plusieurs pistes se dégagent pour inspirer les politiques publiques, afin de favoriser la rencontre de l'offre et de la demande de capitaux, pour accroître l'expertise des investisseurs ou réduire les effets de leur trop forte sélectivité en favorisant les dispositifs de financement de l'amorçage. Au-delà de ces éléments d'environnement très importants, l'État doit favoriser l'orientation de l'épargne de long terme vers le capital-risque pour se doter d'instruments efficaces de financement de l'innovation.

De façon plus générale, le *private equity* est présenté par Christophe Bavière comme un instrument permettant d'accompagner la croissance des entreprises dans le long terme. Il considère que l'illiquidité propre à cette classe d'actifs – elle-même susceptible d'être tempérée – a pour contrepartie une surperformance dans la durée et une moindre volatilité. Cette surperformance qui trouve sa source dans le fait que

l'investisseur doit rester un certain temps pour permettre à l'entreprise de croître de façon réelle et durable, et qu'il doit apporter non seulement des ressources financières, mais aussi une expérience et une implication dans l'entreprise. Cependant, cette classe d'actifs subit de façon très lourde les nouvelles normes prudentielles contraintes pesant sur les investisseurs du secteur bancaire ou des assurances, qui se sont déjà traduites par des retraits massifs des institutionnels. Même favorisé par des initiatives publiques, l'investissement des particuliers dans des véhicules de *private equity* ne suffit pas à satisfaire les besoins des entreprises, ouvrant la voie à de nouveaux modes de financement de la croissance de long terme des entreprises, en particulier le marché de la dette privée levée par les fonds de *private equity*.

Au-delà de ces différents modes de financement, l'investisseur institutionnel long doit tout à la fois protéger ses fonds, généralement issus de l'épargne, et chercher, dans l'horizon de long terme, le rendement qu'il attend en contrepartie des risques liés à cet horizon. C'est le rôle de l'allocation d'actifs décrit par Éric Bouyé et notamment l'articulation entre l'allocation stratégique et l'allocation tactique. Il promeut une stratégie d'allocation dynamique de long terme identifiant les quantités à investir dans chaque classe d'actifs selon les dates où l'on se trouve et le moment dans le cycle économique. Leur mise en œuvre dépend de choix techniques, mais aussi de la gouvernance des investisseurs institutionnels, comme de l'horizon d'investissement et le choix des moments où la performance est évaluée. Là aussi, apparaît un lien déterminant entre des choix et la capacité à s'engager à long terme.

La dernière partie de ce numéro étudie plus spécifiquement le rôle des pouvoirs publics dans l'investissement de long terme. Naturellement, l'investissement dans les infrastructures y tient une place particulière que reflètent bien les contributions au présent dossier.

Jean Boissinot et Claire Waysand analysent le rôle des pouvoirs publics dans le financement des investissements de long terme dont le profil de *pay off* implique un horizon long de retour sur investissement et dont la rentabilité ne peut être considérée comme satisfaisante que si l'on tient compte de leur dimension socioéconomique. La puissance publique peut alors contribuer au financement de ce type de projets en facilitant son refinancement au cours de sa durée de vie et en aidant à la diversification de ses modes de financement.

Didier Janci, sur la base d'un constat d'insuffisance de l'offre de financement long au regard des besoins socioéconomiques et environnementaux, considère que les États, en dépit de leurs contraintes budgétaires, conservent un rôle décisif dans la mobilisation des ressources nécessaires aux projets. Étant donné les contraintes budgétaires

auxquelles ils sont confrontés, il souligne l'importance de politiques fondées sur des objectifs ambitieux, sur des régulations financières favorables aux bons risques ainsi que sur un environnement stable.

Pierre Jaillet insiste sur la relation bijective qui relie l'investissement de long terme continu et la stabilité monétaire et financière. Ce qui était vrai avant la crise devient même un enjeu crucial après la crise, en raison de l'aversion accrue pour le risque chez les investisseurs, aversion aggravée par des réglementations financières peu incitatives à la prise de risque raisonnable et une fiscalité favorable à la consommation ou à l'épargne courte. Dans cet environnement, la stabilité monétaire et financière est autant un actif qu'un passif de valeur.

Michel Aglietta et Sandra Rigot reviennent sur les limites des réglementations fiscales, comptables et prudentielles, notamment la réforme de la solvabilité de l'assurance, qui ne sont guère favorables au financement de l'investissement de long terme. Ils proposent non seulement une réforme de ces réglementations, mais aussi la création d'un nouvel intermédiaire financier, tel un Fonds écologique européen qui, sur la base d'abondements publics en capital, attirerait l'épargne longue pour financer des actifs carbonés.

16

Alain Quinet se penche plus particulièrement sur le financement des infrastructures. Constatant un besoin important, il s'interroge sur les conséquences des contraintes financières qui pèsent sur le secteur public et les conséquences de la plus grande intolérance des marchés et de la réglementation par rapport au risque. Il insiste sur la nécessaire complémentarité entre financements publics et privés et entre banques publiques et banques privées, ainsi que sur la flexibilité et la fonctionnalité du partage des risques entre secteurs publics et privés.

Bruno Angles poursuit la réflexion d'Alain Quinet en mettant en valeur les nouveaux partenariats public-privé. D'une part, le secteur public vient au secours du secteur privé pour le protéger des risques systémiques. D'autre part, le secteur privé apporte sa capacité à mobiliser des ressources longues pour financer des projets d'intérêt public que les États, handicapés par leur dette accumulée depuis des décennies, ne sont plus en mesure de nourrir. Ces partenariats reflètent un partage des risques nouveaux.