



LES DÉFIS DE L'INVESTISSEMENT DURABLE

CARLOS JOLY*

Quand en réduisant le risque nous finissons par l'augmenter, nous créons un paradoxe. Plusieurs méthodes au moyen desquelles nous essayons tous d'éliminer le risque représentent, en fait, non seulement des barrières au financement socialement responsable, mais aussi un obstacle à l'augmentation de la valeur des investissements au sens classique du terme. Si nous prenions ce paradoxe au sérieux, nous ferions un grand pas en avant en matière d'application des meilleures pratiques d'investissement sur les marchés à la fois développés et émergents. Ceci représenterait un avantage pour tous les types d'investisseurs, ceux qui investissent purement pour des raisons financières, de même que ceux qui investissent en prenant en compte des problèmes environnementaux et sociaux.

Mon argumentaire comprend les prémisses et les hypothèses suivantes :

- quand la majorité des lecteurs de cet article atteindra l'âge de la retraite, leurs

fonds de retraite et leurs rendements cumulatifs seront probablement insuffisants pour répondre aux besoins de la majorité des retraités ;

- la crise actuelle sur les marchés d'actions et des obligations des sociétés reflète la présence d'une bulle spéculative d'investissement qui résulte en partie de trois causes : trop d'argent investi sur trop peu de marchés ; trop d'argent investi dans trop peu de sociétés ; et trop d'argent géré suivant les méthodes indicelles. Ces trois causes peuvent être comprises à la lumière de notre aversion au risque en général et des différentes manières dont nous essayons d'éliminer ou de réduire le risque ;

- pour obtenir des rendements suffisants et réellement diversifier le risque, les fonds de retraite et d'assurance-vie devront investir davantage ailleurs, c'est-à-dire sur les marchés émergents, et ils devront le faire en se référant davantage aux rendements absolus plutôt qu'à ceux liés à des indices ;

- cependant, nous devons réfléchir à la

* Premier vice-président de Storebrand Investment et président de la Commission initiatives d'assurance de l'Unep.

Les opinions et suggestions exprimées dans cet article sont personnelles et ne représentent pas nécessairement celles de Storebrand ou de la Commission initiatives financières de l'Unep.

manière d'éviter de contribuer à l'apparition de deux types de crises sur les marchés émergents : les crises de la liquidité de la dette, comme c'est actuellement le cas au Brésil ; les crises macroéconomiques, comme c'est également le cas en Argentine. Ces deux types de crises peuvent aussi être compris à la lumière de nos stratégies générales d'aversion au risque ;

- en conclusion, il y a urgence à analyser à nouveau l'approche du risque liée à l'investissement, et à repenser les structures institutionnelles en matière de gestion du risque. Le paradoxe général est que nos stratégies favorites de réduction du risque provoquent, en réalité, l'apparition de risques nouveaux, et sans doute plus graves ;

- concernant les aspects institutionnels, je fais deux propositions : la création d'une agence supranationale pour la promotion et la protection d'investissements équitables entre investisseurs internationaux et pays émergents ; l'incorporation des outils d'analyse de l'investissement socialement responsable (ISR) dans la pratique d'investissement en général. Ma conviction est que ce n'est qu'en traitant l'échec à la racine systémique que l'on pourra garantir des retraites durables et viables.

NOS RETRAITES SONT-ELLES FINANCIÈREMENT DURABLES ?

J'utilise les termes « d'investissement durable » et de « retraites durables » pour couvrir tout investissement classique qui saurait résister à l'épreuve du

temps en termes purement financiers, de même que tout investissement responsable sur les plans social ou environnemental.

À mon avis, trois questions fondamentales définissent la ligne d'action à suivre en ce qui concerne les retraites durables¹:

- comment les compagnies d'assurances-vie, les institutions et fonds de retraite et les fonds mutuels dans les pays de l'OCDE peuvent-ils générer suffisamment de rendements financiers pour leurs épargnants ou leurs retraités et, tout particulièrement, dans le cadre d'un scénario économique de faible croissance et non inflationniste ?

- comment peuvent-elles le faire en protégeant l'avenir de la qualité de vie de leurs membres (environnement et équité sociale), tout en essayant de générer suffisamment de rendements ?

- comment les capitaux du secteur privé peuvent-ils aider à traiter les questions du développement, de la pauvreté et de la durabilité dans le tiers monde ? Bien que cette troisième question semble n'avoir aucun rapport avec les deux premières, ce n'est pas le cas. La mondialisation signifie, par exemple, que la crise en Argentine a des répercussions, qui sont loin d'être négligeables, pour les institutions financières et les sociétés en Europe et aux États-Unis.

On peut interpréter la crise actuelle sur les marchés d'actions et d'obligations des sociétés comme une simple correction temporaire, après dix années de croissance excessive des valorisations boursières. Mais, cette vision ne tient pas compte du malaise macroéconomique qui résulte d'une demande de plus en plus faible des consommateurs dans les marchés développés. Les



ménages aux États-Unis et en Europe, havres mondiaux de la consommation depuis la Seconde Guerre mondiale, ont l'air d'en avoir assez ou plus qu'assez des marchandises et des biens et services que les États-Unis, l'Europe et le Japon produisent. Nos placards sont remplis, nous avons plus de voitures que ne peuvent en contenir nos garages ou nos villes, et depuis que voyager commence à poser trop de problèmes et que les destinations semblent de moins en moins sûres, un grand nombre d'industries de services sont aussi affectées. Il semble y avoir une « sursaturation » structurelle de l'offre. La situation future semble tout aussi précaire. Les statistiques démographiques en Europe prévoient que le ratio des plus de 60 ans par rapport aux personnes en âge actif traditionnel (18/59 ans) pourrait augmenter de 30 % aujourd'hui à 70 % en 2040. Cela signifie que les impôts d'un nombre réduit de salariés devront payer les services sociaux et de santé d'un nombre de plus en plus élevé de personnes âgées². Étant donné le faible taux de croissance de la population en Europe et les attitudes actuelles envers l'immigration, il ne semble pas probable que l'immigration des travailleurs étrangers sera permis pour résoudre le problème démographique. Avec une faible croissance du PNB, les rendements des retraites sur les marchés développés ne seront pas capables de satisfaire les besoins et les attentes des retraités de demain en termes de revenus, et les impôts d'un nombre relativement réduit de salariés imposables ne pourront pas couvrir les besoins budgétaires des services sociaux et de santé, payés ou fournis par le gouvernement.

En bref, d'où les Européens vont-

ils pouvoir générer les rendements supérieurs dont leur épargne a besoin ? Il n'y a qu'une réponse à cela : en dehors de leurs marchés traditionnels. Les rendements plus importants devront être générés en dehors des marchés classiques, sur des marchés à forte croissance démographique et à élargissement rapide du pouvoir d'achat. Les moteurs de la croissance économique et de la rentabilité des investissements devront être à l'avenir de nouveaux pays : la Chine, le Brésil, la Russie, la Pologne, l'Afrique du Sud, l'Inde et leurs voisins. Les gains de productivité et l'amélioration des conditions de travail en Europe pourraient aussi aider les futurs retraités, mais probablement pas suffisamment pour combler le trou. Nous ne pouvons tout simplement pas considérer le consommateur américain comme le moteur de la croissance primaire du XXI^{ème} siècle, et nous ne pouvons pas continuer à utiliser uniquement les marchés obligataires et boursiers américains comme réceptacle de l'épargne européenne.

La majorité des fonds de retraite et des compagnies d'assurances en Europe ne sont pas prêts aujourd'hui à se diversifier sur ces marchés émergents. C'est un défi qu'il est nécessaire de relever.

LES RISQUES LIÉS À L'INVESTISSEMENT DANS LES SOCIÉTÉS DE GRANDE CAPITALISATION

Les sociétés de grande capitalisation sont privilégiées dans les stratégies



d'investissement des fonds de retraite parce que les grandes sociétés multinationales offrent un lissage mondial du risque, une diversification des devises et un management supposé supérieur, des rapports financiers dignes de foi et des revenus de qualité. Mais est-ce vraiment la réalité ? Se reposer sur une liste privilégiée de grandes entreprises multinationales pour offrir les rendements nécessaires n'a pas produit le havre de sécurité que nous recherchons. Comme nous l'avons appris au cours des deux dernières années, un trop grand nombre de grandes sociétés sont mal gérées, la complexité de leurs activités ne répondant qu'à l'avidité de leurs dirigeants et de leurs conseils d'administration. Le nombre limité d'entreprises dignes de confiance représente un univers d'opportunités trop limité. Avec les liquidités qui continuent de s'accumuler sur les marchés monétaires, et si nous répétons ce paradigme lors d'un prochain marché haussier, trop d'argent finira, encore une fois, par faire monter le prix des grandes sociétés privilégiées au-delà du raisonnable, recréant ainsi une nouvelle bulle spéculative.

Fonder son approche sur des « sociétés sûres » et sur des « marchés sûrs » fonctionne seulement si les évaluations ne deviennent pas excessives. Tout le monde se rend compte pratiquement en même temps qu'elles sont excessives, et tous vendent au même moment sur un marché exagérément correcteur. Quand nous essayons tous de nous protéger contre le risque par un même comportement d'investissement, nous finissons par créer un plus grand risque, entraînant

ainsi une perte collective certaine. La dégringolade des indices boursiers, au cours des deux dernières années, que ce soit le Dow Jones, le S&P, le MSCI, le CAC 40 ou le Footsie, est l'illustration du même phénomène : la volonté d'éviter un risque financier, lorsqu'elle s'exprime collectivement, expose paradoxalement, de la même manière, à un risque systémique plus grand et à la destruction rapide et dramatique des capitaux investis.

LES RISQUES LIÉS À LA GESTION INDICIELLE

Les compagnies d'assurances-vie et les fonds de retraite exigent de leurs gestionnaires de gérer leurs portefeuilles principaux à partir d'indices de marché reconnus, dans le respect de paramètres relativement stricts (techniquement désignés par la *tracking error*). Les gestionnaires de ces investissements sont donc obligés de construire des portefeuilles qui reproduisent, à l'intérieur de bandes de fluctuation relativement étroites, la performance de l'indice de référence. Le résultat est que, lorsque les marchés obligataires ou boursiers sont en hausse, pratiquement tout le monde est sûr de gagner, certains plus, d'autres moins ; mais quand les marchés baissent pendant une période de temps trop prolongée, comme durant les deux dernières années, alors tout le monde perd. Les gestionnaires sont forcés de suivre la tendance baissière et ne peuvent pas faire autrement que de la renforcer par une gestion in-



dexée à l'indice. L'objectif de réduire le risque de perte a entraîné paradoxalement, au cours des deux dernières années, une détérioration sévère de la valeur de l'épargne et des retraites pour l'ensemble des ménages européens et américains.

Une autre conséquence de la gestion indicielle est qu'elle empêche les fonds de retraite d'investir davantage dans les marchés émergents, parce que ces derniers sont trop étroits par rapport aux marchés développés³. Pour parler tout simplement, la majeure partie des gestionnaires financiers est coincée dans un modèle d'investissement répétitif qui limite leurs possibilités de diversification dans de nouveaux horizons.

Ce problème devra être traité de plusieurs manières. Une partie du problème pourra être résolue par des mesures comptables. Les fonds de retraite et les fonds des compagnies d'assurances ne devraient peut-être pas être forcés d'évaluer leurs titres de placement à la valeur du marché, comme l'exige la réglementation dans la majorité des pays. Peut-être devraient-ils être autorisés ou incités à appliquer une mesure d'évaluation à plus long terme que celle des cotations boursières hautement volatiles. Peut-être faudrait-il limiter l'usage de la gestion indicielle par les gestionnaires des fonds de retraite et les compagnies d'assurances, en demandant, par exemple, que 50 % de leurs portefeuilles d'actions soient gérés en fonction d'objectifs de rendements absolus. Ou peut-être devraient-ils être obligés d'investir un minimum de 30 % dans des actions de sociétés

privées non cotées. Peut-être avons-nous besoin de réexaminer les critères légaux de prudence et/ou de diligence professionnelle, en les séparant des pratiques dont la seule vertu est d'être conforme à la norme.

PRENDRE DES RISQUES SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

À long terme, il se peut que la solution à ce problème nécessite de fortement diversifier le portefeuille de risques global par inclusion d'un plus grand nombre de lignes activement gérées, avec une forte exposition sur différents marchés émergents. Les épargnants européens auront probablement besoin de se reporter davantage sur les marchés obligataires et boursiers émergents pour leurs produits d'investissement, afin de contrebalancer des rendements inférieurs générés sur les marchés développés. Ceci signifie que nous devons considérer ces pays comme des dépositaires à long terme de notre épargne, et pas seulement comme des plateformes manufacturières ou des exportateurs de matières premières. Avec deux dangers sur cette voie : quand nous ignorons une crise réellement menaçante ; quand nous créons une crise à cause de nos propres erreurs de jugement. Le cas du Brésil (cf. encadré 1) et de l'Argentine (cf. encadré 2) fournit deux bons exemples de ces dangers et de la nécessité d'améliorer notre diagnostic du risque politique.

Encadré 1

L'interprétation incorrecte du risque politique : la réponse du marché aux élections brésiliennes

De la même manière qu'un grand nombre d'entre nous ont été aveuglés par une exubérance irrationnelle de la bulle spéculative de la technologie, un grand nombre d'entre nous sont aveuglés par la peur et un pessimisme irrationnel à propos du Brésil. La recherche de sécurité a augmenté le risque de non-paiement du Brésil, de la même manière qu'une panique créée par les déposants peut ruiner les banques les plus solides. Cette panique est très peu justifiée par la réalité macroéconomique et institutionnelle du Brésil. En l'espace de six mois, les obligations d'État brésiliennes libellées en dollars ont chuté de 50 %, puis ont rebondi, sont retombées et sont actuellement en train de récupérer lentement. Cette volatilité n'a aucun rapport avec la capacité et la volonté du Brésil de rembourser sa dette. En mai 2002, l'obligation d'État libellée en dollars américains du Brésil, due en 2002, était cotée à 99. En octobre, elle était cotée à 50. En novembre 2002, elle est cotée à 62. Les banques étrangères, apeurées, ont réduit leurs lignes de crédit commercial. La crise financière n'a pas grand rapport avec les réalités économiques au Brésil, un pays qui a une balance des paiements satisfaisante et un secteur industriel solide, compétitif et axé sur les exportations. Ironiquement, les politiques économiques et les objectifs sociaux préconisés par le président nouvellement élu sont rapprochés des politiques économiques et des objectifs sociaux préconisés par les principaux partis centristes européens dans leurs propres pays. Il n'y a guère de raison de croire que Lula et son parti, en dépit de ses racines syndicales, aient l'intention cachée de renier la dette étrangère et de se lancer dans des dépenses publiques démesurées⁴. Dans la mesure où le gouvernement de Lula va être capable de défendre des termes commerciaux favorables au Brésil et de négocier des contrats de pays hôtes protégeant raisonnablement les intérêts brésiliens, il renforcera le fondement économique qui, en fin de compte, déterminera la qualité du risque lié à l'investissement. En fait, les détenteurs d'obligations brésiliennes ne vendent pas leurs obligations ou leurs devises. Les vendeurs ont été principalement des étrangers.

L'un des défis posés par le marché est la manière dont il peut éviter d'inventer ou d'exagérer des risques par des comportements moutonniers.



Encadré 2

L'interprétation incorrecte du risque politique : l'illusion argentine

La crise argentine représente l'effondrement du modèle communément appelé « néolibéral », un effondrement que ses détracteurs avaient déjà prédit, il y a plusieurs années⁵. Elle a mis en évidence une série d'illusions sur les possibilités d'éviter le risque, et il est donc utile de s'y pencher davantage. Ce cas illustre également comment le libre-échange et les politiques monétaires peuvent, quand on les pousse à l'extrême au détriment de l'équité, finir par remplacer un mal par un autre.

La mesure, initialement brillante du gouvernement Menem pour arrêter l'inflation galopante et la dépréciation des devises, était de fixer légalement le cours du peso à un dollar américain. Ceci a eu un effet stabilisateur salutaire au début des années 1990, mais cette mesure a été maintenue pendant trop longtemps et a fini par créer de profonds déséquilibres structurels. Les banques étrangères et les investisseurs ont pu acheter des industries privatisées à des prix très avantageux, moyennant un échange de créances contre des prises de participation et avec la promesse de rendements sans risque de dépréciation de la monnaie. Ces protections contractuelles excessivement avantageuses n'étaient pas viables après la dépréciation de plus de 200 % du peso, et ont entraîné une perte très élevée de la valeur investie. L'introduction d'un réajustement progressif et d'une plus grande souplesse dans les accords aurait probablement entraîné une évolution graduelle et des profits réduits plutôt qu'une crise brutale où tout le monde est sorti perdant.

L'autre volet de la politique de change fixe a été l'abandon par le gouvernement Menem de la plupart des droits de douane pour permettre un libre-échange des marchandises importées, sans négociations, en compensation d'un accès libre pour une variété d'exportations argentines. Les produits manufacturés précédemment exportés ont perdu leur compétitivité en raison du peso surévalué et de l'amélioration insuffisante de la productivité. Les consommateurs argentins de la classe moyenne, grâce à leurs salaires surévalués calculés en dollars, se sont carrément jetés sur les marchandises importées et ont placé leurs économies à l'extérieur du pays, souvent à Wall Street, répliquant le comportement traditionnel des privilégiés. L'industrie locale a été décimée, et le chômage a finalement grimpé à environ 25 %. Déjà fragilisées par les fraudes, les recettes fiscales ont été encore plus diminuées par la récession et le chômage. Vers la fin des années 1990, les revenus de l'État issus des privatisations, qui avaient masqué le déficit, se sont aussi raréfiés, dévoilant un énorme déficit fiscal. Le résultat a pris au dépourvu de nombreuses banques et gestionnaires de portefeuilles, mais il avait été résolument anticipé par les économistes et les sociologues de l'opposition. La dette

Encadré 2 (suite)

L'interprétation incorrecte du risque politique : l'illusion argentine (suite)

publique externe de l'Argentine, approvisionnée et refinancée avec empressement par les banques américaines et européennes tout au long des années 1990 sur la base d'un peso « dollarisé » et d'un gouvernement « ami » de l'actionnaire prêt à offrir toute la protection technique que l'investisseur étranger demandait, a été reconnue, en l'espace de quelques mois, pour ce qu'elle était vraiment : non soutenable.

Derrière les milliards perdus par les banques et leurs déposants, le coût réel sur le plan humain de cette situation insoutenable est devenu tragiquement évident : des moyens d'existence détruits, des vies brisées, des familles forcées d'abandonner leurs maisons et une famine d'une ampleur jamais vraiment connue dans le pays. Les personnes qui ont eu la chance de se qualifier pour recevoir des visas émigrent.

En bref, l'utilisation excessive d'instruments destinés à éviter le risque à tous les niveaux a contribué directement à l'ampleur de la déroute, et s'est avérée constituer une protection réelle illusoire.

ÉVITER LE RISQUE DANS LES CONTRATS AVEC LES GOUVERNEMENTS HÔTES

Dans le tiers monde, il n'est pas inhabituel que les gouvernements hôtes, qui courtisent les investisseurs étrangers, acceptent d'exempter les sociétés étrangères de toute obligation aux lois locales courantes et futures, y compris aux lois sociales et environnementales. Nous devrions être plus prudents quand nous demandons ces protections, non seulement parce qu'elles sont susceptibles d'abord d'enfreindre des lois internationales existantes, mais aussi parce qu'il est vraisemblable qu'elles entraîneront à terme un risque accru.

BP a été capable de négocier une exemption de toutes les obligations juridiques locales présentes et futures pour son gazoduc en Turquie. Ses avocats considéraient probablement cette exemption comme un avantage indiscutable et ont eu sans doute de bonnes raisons de maintenir cette clause de protection ; mais ces accords peuvent facilement engendrer un comportement abusif et entraîner des conséquences imprévues⁶.

Les organisations non gouvernementales (ONG) ont appris à détecter les infractions aux Droits de l'homme, et les investisseurs ISR essayent d'évaluer comment les risques d'image, suite à ces infractions, peuvent influencer les évaluations des sociétés. Mais, les risques liés à l'investissement provenant de politiques de développement mal



avisées, ou d'accords avec les pays hôtes également peu judicieux, sont en dehors des capacités d'analyse de la majorité des gestionnaires ISR.

Par exemple, par omission plutôt que par acte volontaire, Shell a eu sa part de responsabilité dans l'abus des Droits de l'homme commis par le gouvernement du Nigeria à Ogoniland au milieu des années 1990. D'après l'opinion générale, Shell a tiré des leçons de son erreur et grâce à de meilleures politiques sociales et pratiques de gestion, la société a amélioré sa réputation. La majorité des fonds ISR reflètent ce fait, en classant Shell parmi les meilleures sociétés de son secteur. Mais, à l'opposé, aucun gestionnaire ou analyste de portefeuilles de développement durable ou d'ISR ne s'était penché sur la durabilité des risques liés aux sociétés et aux banques ayant d'importantes participations en Argentine. La non-durabilité du risque systémique ne fait pas encore partie de la structure analytique de la communauté de l'ISR ; ce qui n'est pas surprenant puisque les analystes et les gestionnaires de portefeuilles traditionnels sous-estiment ce fait.

L'IDENTIFICATION DES RISQUES SYSTÉMIQUES MENAÇANT LA DURABILITÉ

Les risques systémiques menaçant la durabilité ne sont pas nettement définis d'un point de vue analytique. Avec l'aide des ONG, les analystes peuvent maintenant identifier la complicité d'une société en termes d'abus des Droits de l'homme. En faisant le gros du travail, les analystes peuvent arriver

à déterminer l'impact financier de la réhabilitation d'une usine ou d'une gamme de produits à la lumière de réglementations environnementales à venir. Mais les risques systémiques sont plus difficiles à identifier, ils dépendent davantage de l'analyse politique, et il n'est pas évident de déterminer la meilleure réponse de l'investisseur. Si l'on possédait la preuve que des pots-de-vin ont été payés à des officiels du gouvernement en échange d'avantages non équitables par le pays hôte, ceci constituerait un cas manifeste de corruption d'entreprise, punissable en tant que tel et ayant un impact sur la société payant le pot-de-vin. Mais, comment pouvons-nous déterminer si la gestion économique d'un pays est sur la mauvaise voie, et doit-on nécessairement vendre ses participations dans un tel marché et le quitter ?

Il n'est pas facile de prendre une décision, mais de tels jugements sont parties intégrantes et nécessaires à la gestion des investissements internationaux. Certains symptômes constituent un avertissement. La portée et l'importance des termes contractuels extrêmement déséquilibrés, convenus par le gouvernement d'un pays hôte, constituent une indication. Si ceux-ci sont nombreux et influencent les secteurs-clés de l'économie, ils peuvent constituer de véritables signaux d'alerte.

UNE NOUVELLE AGENCE POUR L'INVESTISSEMENT ÉQUITABLE

Identifier les risques systémiques est important. Il est encore plus important

de trouver un moyen institutionnel de réduire leur incidence. Peut-être qu'une forme de revue quelconque externe et internationale et qu'un mécanisme de contrôle pour les projets importants de fusions-acquisitions, de privatisations, d'infrastructures et de concessions, effectués par les grandes multinationales dans les économies émergentes, aideraient à imposer des limites. Pour que les avantages de la mondialisation deviennent plus réciproques et mieux acceptés, un nouveau mécanisme de contrôle effectif doit être créé et mis sur pied pour éviter de recréer tous ces types d'excès et de problèmes.

Peut-être cette suggestion est-elle naïve, mais comme l'Union européenne possède un conseil antitrust, à Bruxelles, qui s'occupe des intérêts publics et institutionnels en déterminant les limites de ce que les sociétés peuvent et ne peuvent pas faire au sein de l'Union européenne, nous pourrions aussi envisager la création d'une agence supranationale ayant les pouvoirs d'appliquer des accords équitables entre les multinationales, les prêteurs institutionnels et les gouvernements hôtes. Les agences de l'ONU travaillent de concert avec toutes les parties pour créer des structures pour les échanges mondiaux, la santé publique et le développement de l'infrastructure physique. Peut-être que l'infrastructure des investissements sur les marchés émergents a-t-elle besoin d'efforts comparables au moyen d'une agence similaire.

Aujourd'hui, les lois internationales et les ONG sont en place pour régler les problèmes de corruption et des abus liés aux Droits de l'homme. Le travail de Transparency International, d'Amnesty International et d'un grand

nombre d'autres groupes de soutien a un impact positif. Mais ces efforts ne résolvent par directement les questions fondamentales de la pratique commerciale juste et équitable entre les multinationales et les gouvernements des pays hôtes. Quelle que soit la manière dont elle serait constituée, une plate-forme réglementaire améliorée devrait pouvoir offrir une protection aux intervenants locaux sur les marchés émergents, de même qu'une protection aux investisseurs internationaux. Elle ne peut pas être unilatérale.

QUEL RÔLE POUR LES CODES DE CONDUITE DES ENTREPRISES ET L'ISR ?

Un réexamen sérieux et une nouvelle réglementation sont nécessaires pour que la confiance du public revienne dans les marchés financiers, ce qui ne sera pas résolu en repassant tout simplement en revue les codes de conduite du gouvernement d'entreprise ou en réorganisant les comités internes, parce que l'industrie financière n'a jamais su démontrer qu'elle était capable d'appliquer sa propre autoréglementation. Elle fait l'objet de trop de conflits d'intérêts.

Le concept du développement durable, au titre duquel l'économie se développe pour répondre aux besoins de la société tout en limitant la détérioration de l'environnement, implique que les flux de capitaux d'investissement vont devoir être progressivement orientés, canalisés vers des sociétés qui produisent les meilleurs résultats dans le res-



pect des principes de la triple *bottom line* (résultats financiers, environnementaux et sociaux) et en s'éloignant progressivement des sociétés qui ne respectent pas certains standards minimums. Dans un monde idéal, cela devrait se produire dans toutes les régions du monde et dans tous les secteurs de l'industrie. Toutefois, il n'est pas nécessaire d'aller jusque-là dans un premier temps.

Nous savons tous que les économies américaine et européenne sont très loin de se comporter conformément aux principes du développement durable. Mais dans les dix années qui ont suivi Rio⁷, et dans le prolongement de Johannesburg⁸, nous avons pu constater avec espoir quelques indications de progrès qui vont dans cette direction. Quatre éléments prometteurs le démontrent : des critères environnementaux et sociaux sont maintenant appliqués aux projets d'investissement et de prêt de la Banque mondiale et des banques de développement régional, comme la Banque interaméricaine de développement et l'Economic Development Board ; des fonds de placement socialement responsables qui passent au crible les sociétés à forte capitalisation, conformément à des grilles de critères environnementaux et sociaux, commencent à attirer certains investisseurs institutionnels, bien que ce soit encore au stade de l'expérimentation ; un petit nombre de fonds de souscription privée et de capital-risque investissent dans des sociétés non cotées dans le secteur agricole ou forestier durable ou dans les énergies de remplacement ; les banques de microcrédit offrent des prêts peu élevés et nécessaires au développement de certains des pays les plus pauvres du tiers monde.

Cependant, dans tous ces cas, le montant du capital impliqué reste minuscule comparé au stock de capital global et à l'ensemble des flux de capitaux. Il est certainement minuscule par rapport à ce qui est vraiment nécessaire pour maintenir le développement à l'extérieur de l'OCDE. Les entreprises et les marchés fonctionnent encore dans une grande mesure comme ils le faisaient avant Rio. Les actifs sous gestion des fonds qui appliquent des critères environnementaux et sociaux, de même que l'analyse financière, ne s'élèvent probablement pas à plus de 50 milliards d'euros aujourd'hui aux États-Unis, en Europe et au Japon. La capitalisation du marché de l'Indice de MSCI World, à lui seul, représente 13 000 milliards d'euros. Par conséquent, la totalité des fonds que l'on peut citer comme sélectionnant des actions cotées publiquement en ligne avec les critères de durabilité est inférieure à 0,4 % de l'univers des possibilités d'investissement coté et représenté dans l'indice. Ceci exclut encore toutes les petites et moyennes entreprises privées constituant le gros de l'économie et de l'emploi dans la majorité des pays. De manière similaire, sur les centaines de millions de pauvres qui pourraient bénéficier d'un microfinancement pour se procurer des moyens de subsistance, moins de 5 % en bénéficient aujourd'hui.

En bref, nous ne pouvons pas nous attendre à ce que les conditions de retraites durables et viables soient remplies par les différentes initiatives ISR. Pour des retraites durables et viables, il est nécessaire d'avoir une plus grande

diversification des instruments de placement et des stratégies d'investissement au sein des marchés développés, et une meilleure orientation des principaux flux financiers et de placement vers les marchés émergents, avec des protections raisonnables, mais non excessives, pour les investisseurs et pour les intervenants locaux. La diversification dans l'investissement privé, à l'exemple du capital-risque, dans des entreprises de petite et moyenne taille sur des marchés développés et émergents, sera la seule vraie manière de s'affranchir et de réduire le risque durable parce qu'il y aura ainsi une cohérence avec la création d'emplois, la croissance des revenus, le progrès social et la stabilité institutionnelle.

Notre investissement dans nos retraites doit être considéré à long terme, et j'ai tenté d'indiquer que cela signifiait un réexamen de certains paramètres que nous trouvions jusqu'alors tous naturels dans le déroulement de

nos activités au quotidien. Quand les investissements semblent ne pas comporter de risque ou sont protégés par des mesures excessives, que ce soit chez nous ou à l'étranger, il se peut que ce soit un signal qui devrait nous amener à réexaminer et à remettre en question leur durabilité financière. L'ISR offre de nouveaux outils analytiques et des techniques diverses pour améliorer la qualité de l'analyse fondamentale d'une société ; il propose aussi une nouvelle gamme de produits financiers dans lesquels nous avons le choix d'investir. Avec ou sans ISR, nous devons toujours nous protéger des dangers de l'investissement dans les sociétés de grande capitalisation et la gestion indicielle.

Le risque fait partie de la vie. Le risque fait partie des investissements. Regardons les choses en face. En acceptant des risques raisonnables, nous agirons probablement mieux dans l'intérêt de nos actionnaires et des autres parties prenantes de la société.

NOTES

1. Notez la différence entre ce concept et l'ISR et l'investissement éthique. L'ISR et l'investissement éthique sont des techniques de gestion de portefeuilles qui ne considèrent généralement pas les conditions structurelles étayant l'économie. Ce sont plutôt des façons de différencier les entreprises les unes des autres en appliquant soit des critères éthiques limitatifs, soit des critères environnementaux ou sociaux inclusifs. Pour obtenir une présentation des méthodes ISR, voir le rapport de Mistra, *Screening of Screening Companies* (la sélection des sociétés de sélection), Stockholm, 2001.

2. Étude du Centre des études stratégiques et institutionnelles, Washington, 2002, mentionnée dans le *Financial Times* le 15 novembre 2002.

3. La capitalisation des indices d'actions de marchés émergents représente moins de 5 % de celle des pays développés. L'indice MSCI pour les marchés émergents représente 530 milliards de dollars contre 13 300 milliards de dollars pour le MSCI World Index. L'Amérique latine représente 88 milliards de dollars ou moins de 1 % du World Index. MSCI n'a pas d'indice pour l'Afrique, mais l'Afrique du Sud représente 70 milliards de dollars, le Maroc 1,5 milliard de dollars et l'Égypte 1 milliard de dollars.

4. Notez ces extraits de l'interview de L. Weymouth avec le président élu Lula dans le *Washington Post* en novembre 2002. L.W. : « Il y a deux manières de générer la croissance : le libre-échange ou le modèle socialiste



qui se repose sur l'État. Quelle ligne d'action poursuivrez-vous ? ». L. : « Je ne pense pas que l'État doive nécessairement gérer les sociétés. Je me souviens de ce que le président Roosevelt a fait avec la Tennessee Valley Authority. Le rôle de l'État est de planifier, stimuler le développement au moyen de mesures de stimulation et, si nécessaire, fournir un financement en association avec le secteur privé... Pendant la campagne, j'ai mis sur pied un groupe de travail pour discuter de la structure d'un nouveau système financier. J'ai dit aux banquiers que les taux d'intérêt offerts par le gouvernement ne pouvaient pas être supérieurs aux profits dans le secteur de la fabrication. Les banquiers se sont plaints qu'il n'y avait pas suffisamment de mesures de stimulation pour investir dans l'immobilier. J'ai donc dit ensuite : pourquoi ne pas commencer à discuter des changements qui favoriseraient votre décision d'investir dans l'immobilier ? ». L.W. : « Êtes-vous prêt à dire aux investisseurs américains que vous ne renégociez pas la dette du Brésil ? ». L. : « Vous pouvez dire aux investisseurs américains et aux citoyens américains que le gouvernement brésilien respectera tous les engagements contractuels qu'il a signés ».

5. Les pages du *Monde diplomatique* contiennent, depuis le milieu des années 1990, des articles prémonitoires critiquant le modèle argentin. Étant une analyse de tendance gauchiste, elle a été largement ignorée par les investisseurs étrangers.

6. Déclaré à la Conférence sur les lignes d'investissement triple plancher à Bruxelles, en novembre 2002, par Amnesty International. BP serait conscient du problème et est en train d'examiner cet aspect du contrat.

7. Conférence des Nations unies sur l'environnement et le développement qui a eu lieu à Rio en 1992, où le concept du développement durable a été reconnu et où les efforts de l'Agenda 21 ont commencé.

8. Pour une lecture positive de Johannesburg, voir de Perthuis C., *Les trois avancées de Johannesburg*, Sociétal, n° 38, 4^{ème} trimestre, 2002.



