



DISCUSSION SUR L'ARTICLE « LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS INTERNATIONAUX : UNE ANALYSE DU COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS AMÉRICAINS

MICHÈLE DEBONNEUIL*

La papier apporte un certain nombre d'éléments d'informations précis sur les comportements des investisseurs institutionnels. Partant d'une typologie maintenant bien établie des divers types d'investisseurs internationaux, les auteurs montrent que les investisseurs ont des comportements d'investissement distincts selon leur nature et les conditions d'exercice de leur métier. Ils nous livrent en particulier une analyse originale de la structure de placements des investisseurs internationaux selon les secteurs d'activité, en focalisant l'étude sur deux secteurs typés en termes de performances boursières : le secteur des nouvelles technologies, dont la capitalisation boursière a quadruplé depuis 1997, et celui des industries agro-alimentaires dont la capitalisation, au contraire, a baissé sur la même période.

Nous ferons quelques remarques sur cette analyse sectorielle avant de revenir sur l'objectif initial du papier, qui est de montrer en quoi les comportements des investisseurs internationaux sont responsables d'une dynamique de déséquilibre financier.

QUELQUES REMARQUES PARTICULIÈRES SUR LA PLACE DES DIFFÉRENTS SECTEURS DANS LE PORTEFEUILLE DES INVESTISSEURS INTERNATIONAUX

Le papier montre que la part relative des investisseurs internationaux a baissé dans les secteurs ayant enregistré les meilleures performances boursières et s'est maintenu dans ceux dont la capitalisation boursière a eu tendance à baisser. Plusieurs remarques peuvent être faites pour expliquer ce phénomène *a priori* surprenant.

* Chef de service économique, financier et international du Commissariat au Plan.

1. D'une part, comme expliquent les auteurs, il y a d'autres façons de rémunérer l'actionnaire que la croissance de la valeur boursière. Ces secteurs recèlent en effet des inefficacités dont la résorption peut accroître la rémunération des actionnaires (rachat de titres ramenant le capital à sa valeur optimale...).

2. Plus généralement, les clients des investisseurs institutionnels pour compte de tiers ont une aversion pour le risque qui, pour être supérieure à celle des gérants à prestations définies, n'en reste pas moins forte et constitue un élément important pour guider la gestion des fonds à cotisations définies. Bien que confiant leur fonds à des gestions risquées, les clients acceptent toujours mal de perdre de l'argent. Les secteurs à risque modéré, parce que matures, comme l'agro-alimentaire, gardent donc une place importante dans les gestions à cotisations définies, surtout si, par les moyens décrits précédemment, les gérants parviennent à en doper les rendements. Seuls les *hedge-funds* ou des particuliers ayant des patrimoines très importants prennent de très gros risques parce que ceux-ci concernent une très petite fraction de leur portefeuille.

3. Enfin, il est probable que dans le secteur des nouvelles technologies, les émissions d'actions ont été plus importantes que dans le secteur agro-alimentaire. Le fait que la part des investisseurs internationaux a baissé, signale seulement que les investisseurs internationaux n'ont pas suivi toutes les augmentations de capital. Ceci peut se comprendre dans un secteur qui a été financé par des individus récemment enrichis, souvent au travers de mécanismes de *stocks-options*, qui ont, comme on l'a dit précédemment, une aversion pour le risque anormalement faible.

UNE REMARQUE GÉNÉRALE

Au début de l'article, les auteurs se sont fixé pour objectif de montrer en quoi les investisseurs internationaux sont responsables de l'instabilité financière et d'un certain nombre d'autres dysfonctionnements. L'article ne répond pas à cette question et c'est normal. Expliquons-nous.

En fait, les investisseurs institutionnels ne sont pas la cause des dysfonctionnements. Ils sont plutôt un des instruments d'optimisation dans un monde traversé par une série d'opportunités nouvelles qui élargissent le champ des possibles et accélèrent la croissance. Citons les principales : les nouvelles technologies, la mondialisation, la libéralisation et la déréglementation, la différenciation des produits. Ces opportunités permettent, d'une part, d'augmenter la croissance et donc le rendement à efficacité donnée par des gains de productivité globale des facteurs, d'autre part d'accroître l'efficacité, de réduire les coûts et d'accroître la concurrence. Elles vont de pair avec la création de nouveaux acteurs et de nouveaux outils. En optimisant de façon permanente, ces acteurs et ces outils laminent aussi les rentes plus rapidement. C'est pourquoi ces



acteurs voient leur rôle d'optimisateur se doubler d'un rôle de renouvellement des occasions de création de nouvelles rentes. Il s'agit pour eux d'utiliser des outils incitant à l'émergence de périodes pendant lesquelles la libre entrée n'est pas achevée et où des marges sont dégagées. Prenons par exemple le cas de l'utilisation d'indicateurs de type EVA ou MVA. Ces procédures ne sont pas des révolutions conceptuelles par rapport au concept traditionnel de valeur actuelle nette. Ce sont des méthodes obligeant à la rigueur de la gestion du capital, au minimum des besoins, pour en obtenir le meilleur rendement. De façon plus générale, il s'agit de gérer les facteurs de production, l'organisation et les contours de l'entreprise de façon à minimiser les coûts. La transparence et l'optimisation permanente sont les maîtres-mots des utilisateurs des indicateurs de type EVA. Mais, en même temps que ce type de gestion permet de se rapprocher de l'optimum, il réduit les rentes liées aux imperfections de marchés. C'est pourquoi, l'utilisation des indicateurs EVA vise aussi à inciter à la création de situations dans lesquelles la rémunération du capital est supérieure à sa rémunération « normale » compte tenu du risque, à la multiplication de phases transitoires au cours desquelles la rente peut être appropriée par l'actionnaire avant d'être restituée aux consommateurs. Ces pratiques permettent une sorte d'accélération du processus de création de rentes et de leur restitution aux actionnaires, puis aux consommateurs.

Les investisseurs institutionnels sont ainsi un des instruments de la double exigence d'optimisation de situations visant à réduire les rentes, et de renouvellement de situations de rentes dans des économies qui le permettent parce qu'elles sont porteuses d'opportunités nouvelles.

Au total, le papier qui nous est présenté a rempli sa fonction de description du rôle des investisseurs internationaux. Il n'a pas permis de faire des investisseurs les responsables d'une dynamique de déséquilibre financier, car ils ne sont que les instruments d'une recherche effrénée d'efficacité et de rentes dans un contexte d'opportunités renouvelées.