



FRANCK LIRZIN (2003)

COMMENT METTRE LA FINANCE AU SERVICE DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE ?

Lors d'un récent colloque d'X-Sursaut sur le numérique, les intervenants avaient insisté sur l'importance de la finance pour le développement du secteur numérique en France. Le colloque suivant poursuit cette réflexion et permet de parvenir à plusieurs propositions.

D'AUTRES FORMES DE CRÉDIT

Alexis Collomb, professeur et titulaire de la chaire de finances au CNAM, montre que les *hedge funds* jouent de plus en plus le rôle de banques et que se développent d'autres formes de crédit, comme le crédit participatif (80 millions d'euros en 2013, 66 millions d'euros au premier semestre 2014, grâce au numérique) ou le *peer lending* où les gens se prêtent entre eux. Les entreprises également investissent directement, ou *via* des fonds de fonds, dans des PME (Suez, Veolia, etc.). Ces transformations touchent aussi les entreprises, vers lesquelles sont transférés certains risques, notamment de liquidité.

APRÈS la crise des *subprimes*, « la finance » a été accusée de ne rechercher que son seul profit, au détriment de la croissance économique. Un vaste mouvement de régulation du secteur a pris corps en Europe, notamment dans le cadre de l'établissement de l'Union bancaire.

Les régulateurs se sont focalisés sur la solidité des grandes institutions financières, puis ils ont essayé de réduire le risque de contagion entre banques en créant des chambres de compensation, *hubs* énormes, regroupant les transactions de produits dérivés.

NOUVELLE RÉGULATION, NOUVEAUX RISQUES ?

Mais cette nouvelle régulation a eu des conséquences inattendues. Comme l'a rappelé Elsa Sitruk (95), directrice générale de Ester, ces chambres de compensation, centralisées et organisant des *waterfalls* (si Untel fait faillite, Tel autre paie une partie, etc.) s'apparentent à de complexes produits structurés et leur faillite n'est pas impossible. La centralisation réduit le risque de contrepartie mais sans supprimer le risque systémique. Par ailleurs, comme le souligne Olivier Garnier (78), chef économiste de la Société générale, les entreprises de la zone euro (et françaises en particulier) ont de plus en plus recours aux financements non bancaires : depuis début 2009, ces derniers ont augmenté d'environ 500 milliards d'euros alors que les prêts bancaires

ont diminué de 300 milliards d'euros. Cela s'accompagne d'un développement du *shadow banking*, qui englobe tous les intermédiaires de crédit qui ne sont pas des banques et ne bénéficient pas de la garantie des dépôts.

LE SHADOW BANKING, NOUVEL ELDORADO FINANCIER ?

La nouvelle régulation donne l'avantage aux grandes banques et entreprises, seules capables d'en maîtriser la complexité : tout ce qui est non-standard devient impossible et les entreprises n'arriveront plus à maîtriser la finance pour elles-mêmes.

Franck Tuil (96), gestionnaire de portefeuille chez Elliott Management, illustre

cette tendance : il y a deux ans, ce fonds d'investissement américain a repris une entreprise européenne déclarée en faillite lorsque ses banquiers, inquiets du *business model* qui impliquait une activité fortement cyclique avec une importante consti-

tution de stock, avaient décidé de reprendre leurs fonds.

Les banques ayant davantage de difficulté à se positionner ainsi à long terme, des sources alternatives apportent une solution pragmatique, mais il leur faut un environnement législatif stable et incitatif.

UN PROBLÈME DE « MAL-INVESTISSEMENT »

Malgré une plus grande sélectivité des banques, la dette des entreprises non financières continue de croître plus vite que le

« Les entreprises françaises ont de plus en plus recours aux financements non bancaires »

DES MÉCANISMES PSYCHOLOGIQUES

Quand on régule, on régule les produits financiers, mais à la source, il y a des mécanismes psychologiques. Caroline Attia, psychologue, coauteur de *Financiers sur le divan*, en a mis quatre en évidence.

L'aversion aux pertes : il y a deux fois plus de déplaisir à perdre que de plaisir à gagner la même somme (Kahneman et Tversky, prix Nobel 2002). Il est important que le *trader* aussi bien que le *top management* puissent sortir de l'individualisme pour parler de leurs erreurs ou angoisses.

Les illusions positives par rapport à ses propres capacités : l'excès de confiance dans son propre jugement, à un niveau individuel ou collectif, conduit à une augmentation de la prise de risque et une sous-évaluation de la volatilité, jusque dans les *stress tests*.

La pensée groupale : la question de la cohésion du groupe prend le dessus. Il faut favoriser l'expression des voix minoritaires, en protégeant notamment les lanceurs d'alerte, car, dans ces groupes, le silence est pris pour affirmation, ce qui n'est pas vrai.

La période d'exubérance qui précède les crises, quand les émotions infiltrent les processus de traitement de l'information.

PIB nominal en France, contrairement à ce qu'on observe dans les autres pays européens. Cela s'explique par la détérioration de la capacité d'autofinancement des entreprises françaises et par la relative résilience de leur taux d'investissement. Paradoxalement, pour Olivier Garnier, au regard de l'évolution de l'activité, il y a eu presque « trop » d'investissements en France, alors que cela a été l'inverse en Allemagne. De fait, la France souffre davantage d'un problème de « mal-investissement » que de sous-investissement : il est insuffisamment orienté vers les nouvelles technologies et l'innovation, et

« Comment inciter des personnes attirées par l'appât du gain à se comporter de façon vertueuse ? »

ne contribue donc pas assez à la productivité et à la croissance future.

LA FRAGMENTATION DES MARCHÉS EUROPÉENS

Pour Olivier Garnier, les marchés du crédit en zone euro restent excessivement fragmentés. Un hôtel dans les Alpes à la frontière italo-autrichienne n'aura pas les mêmes conditions d'emprunt selon le côté de la frontière où il se trouve, à *business model* et risque identiques. L'Union bancaire vise à réduire cette fragmentation. Par ailleurs, la zone euro souffre

aujourd'hui d'un excès d'épargne dans les pays du Nord (avec notamment un gonflement des dépôts bancaires rémunérés à taux zéro – voire négatifs – en Allemagne) et d'un déficit d'investissement dans ceux du Sud (doublé d'un excès d'endettement). L'idéal serait de recycler l'excédent d'épargne du Nord sous la forme d'investissements en fonds propres (et non pas en dettes) dans les pays du Sud (par exemple sous la forme d'une sorte de conversion de dettes en *equity*).

Le développement de fonds d'épargne-retraite au niveau européen, en complément de nos systèmes de retraite nationaux, permettrait de défragmenter les marchés en Europe et de faciliter le financement à long terme.

MAÎTRISER LA FINANCE, OU LES FINANCIERS ?

La maîtrise de la finance ne peut néanmoins pas se résumer aux seules règles de régulation. Arthur Cohen, philosophe, PDG des éditions Hermann et auteur d'un rapport pour l'ONU sur l'éthique et la finance, rappelle que les risques sont par nature non maîtrisables et que les crises, outre qu'elles sont inévitables, peuvent être bénéfiques. Vouloir un monde sans risque est un « fantasme » cartésien.

Ce qui compte est la maîtrise de son exposition au risque. Un aspect important est donc le comportement des acteurs économiques et financiers eux-mêmes. La crise a fait naître l'idée que la finance devait être « éthique ». Comment inciter des personnes attirées par l'appât du gain à se comporter de façon vertueuse ? Ou, dit autrement, comment marier Spinoza et Jean Tirole ? ■

