

Une place financière saine sert l'innovation et la croissance

Pour que les mutations structurelles engendrent de la croissance, il faut que le capital puisse circuler des branches en difficulté vers celles qui innovent et produisent. Des banques saines et un marché des capitaux sont alors indispensables. *Christian Keuschnigg*

Abrégé L'innovation, en poussant les mutations structurelles, génère de la croissance. Pour cela, il faut toutefois que le capital et le travail puissent migrer là où les rendements et les perspectives d'avenir sont meilleurs. Au cœur de ce processus se trouvent les banques, qui octroient les crédits, ainsi que les opérateurs du marché des capitaux, dont les décisions d'investissement et de placement déterminent la réallocation de ces mêmes capitaux. Les fonds sont déplacés des entreprises non rentables qui se dégradent vers celles qui innovent et produisent. Ainsi, la place financière contribue à augmenter la productivité du capital et du travail. Il est indispensable qu'elle se diversifie, afin de financer les entreprises innovantes dans toutes les phases du développement de leurs produits.

Quiconque aspire à gagner davantage et à faire carrière doit chercher un emploi prometteur et non s'attarder là où les perspectives sont mauvaises. Cela vaut également pour le capital. Les branches en perte de vitesse et de volume ne permettent pas de bons rendements. Si l'on recherche un profit élevé, le capital doit migrer là où l'innovation a lieu et où l'économie se développe. Plus de la moitié de la croissance de la productivité économique est générée par des entreprises innovatrices et performantes qui grandissent vite, occupent des parts de marché et évincent les firmes faiblement productives. Le premier facteur de croissance est l'innovation au niveau des produits et des processus.

L'innovation est un acte de destruction créatrice et indissociablement liée aux mutations structurelles. Dans les grands groupes d'entreprises, le travail et le capital sont réaffectés selon les phases de renouvellement du cycle de produit. À l'échelle macroéconomique, les mutations structurelles se produisent aussi lorsque les entreprises non rentables s'atrophient, voire sortent du marché. Le capital et le travail ainsi libérés sont alors disponibles pour les jeunes entreprises innovantes qui en ont besoin.

Selon les États, les efforts pour rediriger le financement et l'emploi vers les branches rentables ne sont pas couronnés du même succès. L'état général de la place financière joue un rôle central: sa tâche est de suspendre le financement

lorsque le rendement s'annonce faible et le remboursement douteux, tout en dirigeant les moyens financiers là où un meilleur rendement est possible. Le rôle de la réallocation de capital sur la croissance a été examiné dans le cadre d'un atelier organisé en automne 2015 par l'université de Saint-Gall¹.

De l'importance des banques saines

Les banques sont au cœur de ce processus. Elles participent aux mutations structurelles en permettant de les maîtriser à travers l'octroi de crédits. Leur analyse, leur surveillance continue, leur non-prolongation et la déclaration d'insolvabilité lorsque le remboursement de crédits improductifs semble peu probable, tous ces éléments font partie d'un processus qui soutient la réallocation de capital améliorant la productivité.

Pour que les banques restent une source sûre en vue de l'octroi de crédits même en situation de crise, elles doivent disposer de suffisamment de fonds propres et de liquidités. Un volant solide de sécurité en fonds propres améliore d'un côté la résistance et,

de la sorte, permet aux banques de continuer à financer des entreprises rentables souffrant de problèmes passagers de liquidités. D'un autre côté, il leur permet aussi de suspendre le financement d'entreprises non rentables, d'amortir certains crédits ou d'absorber des pertes sans passer le seuil de la capitalisation minimale réglementaire. Même si une partie des crédits sont irrécouvrables, l'insolvabilité libère du capital pouvant alimenter le financement d'autres entreprises rentables. En revanche, les banques qui ont épuisé leur coussin de fonds propres et n'ont plus de marge de manœuvre tendent à vouloir éviter les pertes en prolongeant les lignes de crédit en cours, même pour les compagnies à la solvabilité douteuse. Aucun moyen n'est alors libéré pour l'octroi de nouveaux crédits.

Les défauts de crédit non traités sont, en fin de compte, un signe typique de mutations structurelles inexistantes. Selon Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, les banques connaissant de graves difficultés n'octroient guère de nouveaux crédits, ce qui retarde la convalescence économique: «[...] plus cette situation perdure, plus les conditions de crédit compromettent la création destructrice décrite par Schumpeter. Le brassage entre compagnies arrivant sur le marché et en sortant, moteur essentiel de la productivité, serait interrompu².»

L'exemple du Japon

L'éclatement de la bulle des actifs survenue en 1990 au Japon montre comment une mutation structurelle contrariée freine la croissance. Selon les explications de chercheurs d'universités étasuniennes, la médiocrité de la croissance aurait résulté de

¹ Le premier atelier « Finance, Capital Reallocation and Growth » de la Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (FGN-HSG) a été organisé par Christian Keuschnigg, de l'université de Saint-Gall, et Holger Müller, de la New York University, en collaboration avec le Centre for Economic Policy Research (CEPR). Une vidéo et de plus amples informations sont accessibles sur le site wpz-fgn.com. Les trois conférences principales sont parues dans la Revue suisse d'économie politique et de statistique, 2016, vol. 152 (4).

² Manuscrit du discours *Bank restructuring and the economic recovery*, prononcé par Mario Draghi lorsqu'il a reçu le prix Schumpeter le 13 mars 2014 à la Banque nationale d'Autriche à Vienne.

problèmes dans l'octroi de crédits³. En quelques années seulement, le cours des actions et le prix de l'immobilier ont baissé de plus de moitié. L'ajustement structurel selon les principes de l'économie de marché aurait dû commencer lorsque de nombreuses banques à faible capitalisation se sont retrouvées avec des crédits accordés à des entreprises qui en avaient un urgent besoin. Les banques auraient dû soit faire mettre en faillite les entreprises non viables, soit accepter une restructuration avec remise de dettes pour les compagnies surendettées, mais compétitives, afin de leur ouvrir de nouvelles perspectives de croissance. Ces deux options auraient abouti à l'effacement de nombreux crédits et entraîné de lourdes pertes, permettant toutefois de surmonter le ralentissement de la croissance.

Vu leur faible dotation en capital, les banques ont souvent préféré éviter de nouvelles pertes pour ne pas être touchées par les exigences réglementaires de

fonds propres. Plutôt que d'octroyer des nouveaux crédits à des compagnies compétitives, elles ont conservé ceux accordés aux entreprises structurellement faibles. Maintenus artificiellement en vie, celles-ci ont occupé des parts de marché, freiné la croissance des entreprises compétitives et gêné l'entrée de nouveaux prestataires sur le marché. Selon les calculs des chercheurs, le taux d'investissement de capital a diminué de 17% sur dix ans. Sans l'augmentation de la proportion de firmes non viables, l'emploi des entreprises compétitives aurait affiché un mieux de 9,5%.

Les innovateurs ont besoin de fonds propres

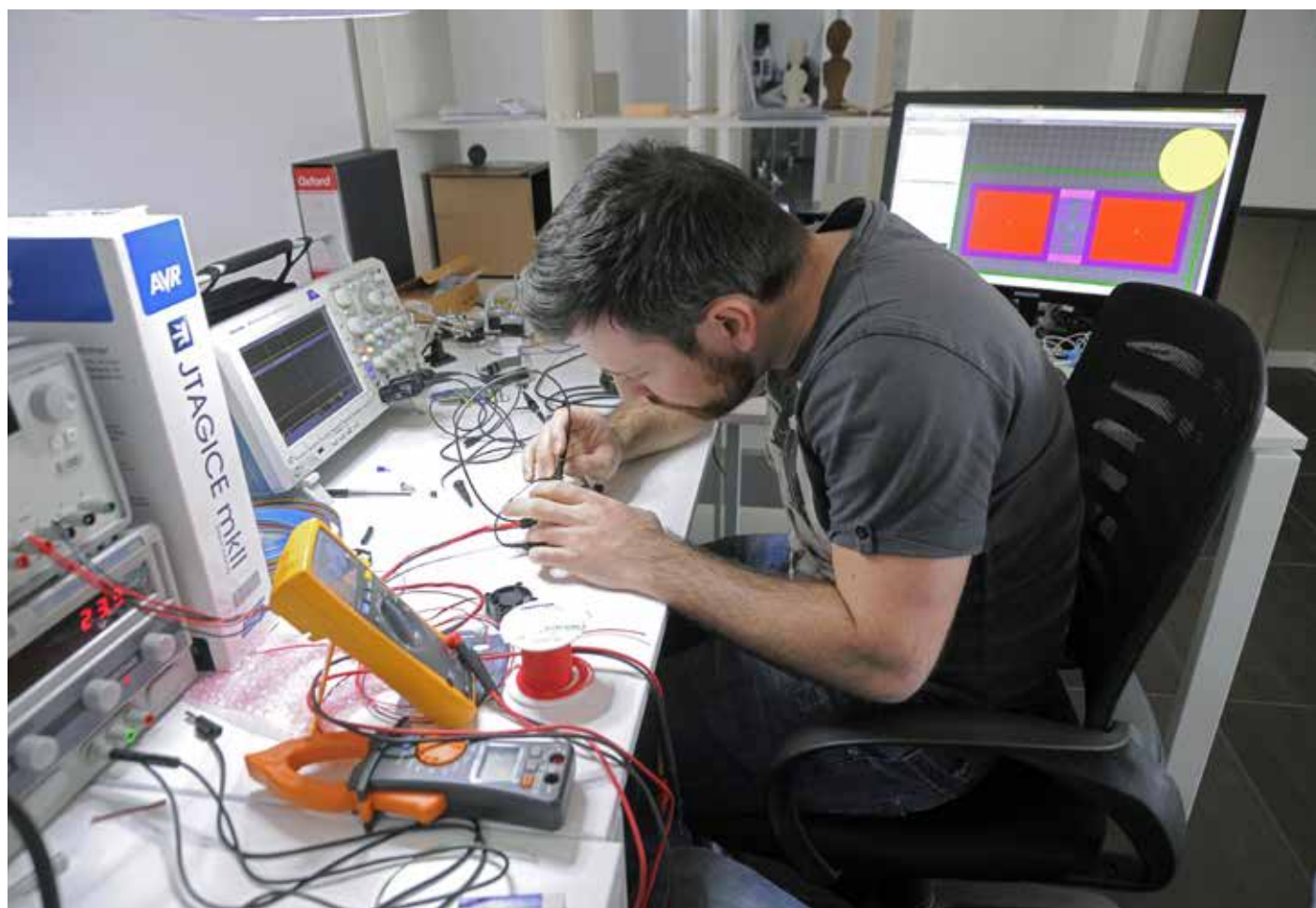
Il n'y a pas d'investissement plus risqué que dans l'innovation. Les entreprises innovantes ont donc davantage besoin de capital-risque que d'autres. Tandis que les fournisseurs de crédits ou souscripteurs d'emprunts peuvent tabler sur des paiements d'intérêts fixes, les bailleurs de fonds propres doivent supporter un bien plus grand risque, car le dividende distribuable dépend du profit restant. Les pé-

riodes de récession sont alors ponctuées de rendements très limités, voire de pertes passagères. En outre, le rendement fixe pour les bailleurs de fonds étrangers peut mettre l'entreprise en difficulté: plus elle emprunte de fonds étrangers, plus les paiements fixes au titre du service de la dette augmentent. Le degré d'endettement soutenable est limité et la capacité d'emprunter davantage de fonds étrangers dictée par la dotation en fonds propres.

Dans un pays très innovant et internationalisé, les entreprises sont exposées à des risques d'autant plus élevés. Cela est particulièrement vrai pour les jeunes pousses innovantes, mais aussi pour les entreprises d'exportation et les multinationales. Devant affronter la concurrence nationale et internationale, celles-ci ont en effet besoin de plus de capital propre exposé au risque. Le financement par fonds propres n'est cependant pas une tâche pour les banques. Le capital propre se constitue d'une part lentement par l'entreprise même, avec les bénéfices mis en réserve, d'autre part – lors de la créa-

Les jeunes pousses innovantes ont besoin de capital propre lors de leur phase de démarrage.

³ Caballero Ricardo J., Hoshi Takeo et Kashyap Anil K., « Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan », *American Economic Review*, 98, 2008, pp. 1943-1977.



tion ou d'une forte expansion nécessitant beaucoup de capital – en faisant appel au marché, p. ex. en Bourse ou auprès d'investisseurs, de sociétés de participation, de prestataires de services financiers et de sociétés de capital-risque. L'importance des marchés de capitaux pour le financement de l'économie s'accroît donc lorsqu'un pays se rapproche de la frontière technologique. Tout « leadership » innovateur implique, en effet, de produire des innovations plus décisives et plus risquées qu'un pays en rattrapage technologique, qui reprend et reproduit les inventions des autres⁴.

Du capital-risque pour les jeunes pousses

Alors que les banques entretiennent des relations d'affaires visant le long terme, les liens entre investisseurs et entreprises sont plus fragiles sur le marché des capitaux. Les décisions en matière de placement sont donc prises avec une certaine brutalité. À cela s'ajoutent le déficit d'information et l'aversion au risque des investisseurs passifs. Lorsque surgissent des difficultés, ceux-ci peuvent favoriser la fuite de capitaux, faire chuter les cours d'actions et d'obligations des entreprises concernées et ainsi renchérir à un niveau prohibitif l'accès au marché des capitaux.

Sur les marchés de capitaux, la discipline est stricte. C'est pour cela que l'on y trouve des investisseurs actifs, comme les sociétés de capital-risque ou de financement par capitaux propres. Spécialisés dans le financement d'entreprises en ex-

pansion, innovantes, à haut risque et ne pouvant se financer par des crédits bancaires, ces « business angels » gèrent le plus souvent un tout petit portefeuille de clients, mais il les suivent de très près. Pour limiter les risques de leurs investissements, ils basent leurs décisions sur de solides connaissances opérationnelles, offrent un accompagnement stratégique et exercent un contrôle rapproché. Ces financiers n'octroient pas de crédits. Ils investissent du capital-risque et entraînent les entreprises sur la voie de la croissance. Les sociétés construites sur ces bases créent donc beaucoup d'emplois, affichent un chiffre d'affaires en croissance rapide et réalisent une plus-value largement supérieure à d'autres firmes comparables.

Les investisseurs de capital-risque interviennent dans la phase post-crédation, lorsque l'expérience entrepreneuriale est très faible, le test de marché imminent et le risque de survie à son comble. Le financement se limite généralement à une durée maximum de dix ans. Au fur et à mesure que les entreprises font leurs preuves sur le marché, elles peuvent passer à d'autres formes de financement, comme les crédits bancaires, moins onéreux. Lorsque le capital-risque perd de son intérêt, ce sera le moment pour l'investisseur de se désengager et de l'affecter d'urgence à d'autres jeunes pousses.

Les marchés liquides facilitent les échanges

Les capital-risqueurs doivent attendre que leur participation soit vendue sur le marché boursier, sur celui des capitaux ou à d'autres entreprises pour toucher la plus grande partie de leur retour sur investisse-

ment. Celle-ci équivaut essentiellement à l'augmentation de la valeur de la participation, sauf s'il a déjà fallu comptabiliser une perte totale.

Avec un marché des capitaux liquide et l'entrée en Bourse de jeunes pousses innovantes, il est plus aisé pour les investisseurs de trouver une sortie profitable. Cela revêt une grande importance pour le financement à risque. En effet, les investisseurs sont d'autant plus disposés à se réengager avec du nouveau capital si les perspectives sont bonnes, autrement dit s'il sera possible de revendre la participation et de réaliser un gain. Tout comme chez n'importe quel investisseur, le principe est que l'on achète uniquement si l'on est sûr de trouver un nouveau preneur pour ses parts en cas de besoin. Par leurs décisions, les opérateurs du marché des capitaux réorientent donc le capital d'entreprises non rentables vers des sociétés innovantes et en pleine croissance, améliorant ainsi la croissance de la productivité. Une place financière diversifiée, avec des banques performantes et un marché des capitaux liquide, est indispensable si l'on veut que l'épargne et le patrimoine disponible génèrent plus de revenus et de croissance.



Christian Keuschnigg
Professeur d'économie politique à l'université de Saint-Gall et directeur du Wirtschaftspolitisches Zentrum (FGN-HSG) à Saint-Gall et à Vienne

⁴ Aghion Philippe, « Competitiveness and Growth Policy Design », dans Christian Keuschnigg (éd.), *Moving to the Innovation Frontier*, CEPR et université de Saint-Gall, 2016, VoxEU Ebook, pp. 5-29.