

### 3.

## Investir dans un monde indéchiffrable

*La crise a rendu le monde indéchiffrable. Aux certitudes passées sur les moteurs de la création de valeur ont succédé les doutes sur les conditions de la croissance. Les investisseurs se sont précipités sur les «valeurs refuges» qui ne créent pas de valeur. La demande de sécurité n'a jamais été aussi grande et l'offre de sécurité aussi restreinte. Alors que le retour de la croissance suppose de réapprendre à investir dans un monde qui reste à créer collectivement.*

*Jusqu'à quel point les indicateurs économiques traditionnels nous donnent-ils une image suffisamment fidèle et intelligible de la situation économique? Comment redonner à nos économies le goût du risque, car il n'y a pas de croissance sans innovation et pas d'innovation sans prise de risque? Comment l'État peut-il jouer un rôle dans cette relance en endossant une part du risque? Comment s'assurer que cette nouvelle prise de risque n'accroisse pas les inégalités? Enfin, comment retrouver la confiance dans le progrès, condition de l'investissement de long terme?*

#### Introduction du Cercle des économistes

Philippe Trainar

#### Contributions

Dominique Cerutti • Božidar Djelić • Philippe Knoche • Eric Le Boulch  
Lubna Olayan • Guillaume Sarkozy • Tomáš Sedláček

#### Modération

Jean-François Péresse

# Transparence et stabilité pour déchiffrer le monde

 Philippe Trainar

## 1. Des indicateurs traditionnels incomplets et difficiles à déchiffrer

Les indicateurs sur la richesse des nations sont de plus en plus insuffisants face à la complexification de la vie économique et à la subtilisation des besoins économiques. Fondée sur le double pilier de la comptabilité d'entreprise et de la comptabilité nationale, notre comptabilité a été bien adaptée tant que les transactions financières se réalisaient à rythme de basse fréquence et que la création de richesses restait centrée sur le travail de la matière : production de blé, d'aliments, de voitures, d'équipements ménagers et de maisons. Certes, tous ces produits étaient hétérogènes mais, comme l'avaient montré les pères fondateurs de l'économie, on pouvait les agréger grâce au système de prix, un système de prix qui d'une certaine façon restait plus ou moins proportionné à la quantité de matière incorporée dans le produit. Et, comme les transactions étaient espacées, on pouvait en outre avoir l'impression que les valeurs historiques procuraient la meilleure estimation de la valeur actuelle des biens et services.

Aujourd'hui, ces comptabilisations ont totalement perdu de leur pertinence. Les valeurs historiques, confrontées à l'accélération des transactions et à la finance de haute fréquence se sont révélées être des représentations très imprudentes de la valeur. Les comptables ont proposé de les remplacer par les valeurs de marché, pour découvrir finalement que celles-ci sont fondamentalement instables et qu'il est difficile de leur accorder un quelconque crédit au-delà du très court terme. Quant à la comptabilité nationale en volume, elle perçoit l'activité au travers du prisme d'un matérialisme grossier qui rendait déjà très

imparfaitement compte de l'économie des services et qui semble totalement incapable de donner une représentation tant soit peu fidèle de l'économie de la connaissance et de l'économie du virtuel issue des nouvelles technologies de l'information. Ainsi ne valorise-t-elle pas les investissements réalisés pour protéger l'économie contre les risques majeurs et pour assurer sa soutenabilité sur le long terme, qui constituent une part essentielle et rapidement croissante de l'activité économique actuelle.

## **2. Des incertitudes accrues dans un monde plus averse au risque**

En même temps, jamais le monde n'a été aussi incertain et jamais il n'a cherché autant de sécurité en réaction à cette incertitude accrue. Les économies ouvertes en croissance sont nécessairement incertaines : par construction, elles ne savent pas quelles innovations, quels secteurs, quelles compétences vont réussir. Mais, ce monde d'opportunités incertaines a vu le champs de ses incertitudes se multiplier avec la mondialisation, avec l'apparition des nouvelles technologies de l'information, avec la montée du pouvoir des juges et du monde associatif, avec l'explosion des risques géostratégiques induits par la chute du communisme, la montée des fondamentalismes et l'expansion du terrorisme, avec la multiplication des risques environnementaux et avec la crise économique et financière provoquée par le déplacement de ces plaques tectoniques. L'investissement est devenu plus risqué, notamment parce que le long terme est devenu beaucoup plus incertain. Comme le dit Ulrich Beck, nous sommes entrés dans la « société du risque » qui est bien éloignée des certitudes de l'ancien monde et de son optimisme quelque peu naïf. La réaffirmation du profit et du pouvoir des actionnaires, n'est que la réaction, somme toute légitime, des investisseurs à l'environnement beaucoup plus dangereux auquel ils sont confrontés... reste à savoir ce que seront les réactions des autres acteurs que ces changements ont jusqu'ici tétanisés, comme le montre la perte de pouvoir de négociation des salariés et de leurs organisations syndicales. La crise sociale et la crise politique doivent-elles nécessairement suivre la crise économique? Voici, une incertitude de plus sur l'horizon des investisseurs.

Mais, la réaction la plus générale a été jusqu'à présent d'accroître la demande de sécurité. Les régulateurs demandent plus de capital aux institutions financières, les juges indemnisent plus largement au titre de la responsabilité civile et professionnelle, l'État étend le champ de la protection sociale, les co-contractants demandent des collatéraux... Dans le même temps, elle pratique un super-élitisme en cherchant à concentrer la responsabilité des risques, qui n'ont pas pour autant disparu, sur une toute petite poignée d'acteurs. Les entreprises sont au nombre de ces acteurs. Elles sont priées de garantir l'emploi, de protéger leurs salariés, leurs clients et leurs fournisseurs, d'accepter des missions de service public, de défendre l'environnement, etc. Mais, cette assomption de la responsabilité des entreprises, si elle prend des

### 3. Investir dans un monde indéchiffrable

dimensions trop importantes, risque fort de se retourner contre ceux-là mêmes qu'elle vise à protéger. Elle rend en effet l'investissement, tout particulièrement l'investissement long, beaucoup plus incertain, voire dangereux, et incite les investisseurs à privilégier les placements auprès des banques centrales ou dans les dettes souveraines les plus sûres, comme les *Bunde* allemands ou les *bonds* américains. Mais, comment un marché peut-il fonctionner correctement et donner les bonnes incitations si la plupart des acteurs, consommateurs ou producteurs, sont immunisés des conséquences néfastes de leurs décisions?

#### 3. Quelles réponses de politique économique?

Dans un monde difficile à déchiffrer, les États doivent d'abord contribuer à sécuriser l'environnement économique dans le cadre duquel est prise la décision d'investir. Ils ont à ce titre une double responsabilité, comme garant à la fois de la stabilité macro-économique, pour laquelle ils ont une compétence exclusive, et d'un partage des macro-risques équilibré et connu d'avance. Les mécanismes de couverture du risque terroriste mis en place en France et aux États-Unis illustrent ce que les États peuvent faire en matière de partage des macro-risques qui outrepassent les capacités du marché. À ce titre, il appartient aussi aux États de veiller d'une part à ne pas imposer à certains acteurs des responsabilités qui ne relèvent pas de leur compétence ou de leur raison d'être sociale, d'autre part à ne pas mettre les juges dans la position où ils ne peuvent assurer le respect du droit qu'en déstabilisant l'équilibre des responsabilités qui permet d'optimiser la prise de risque dans la société. Ceci est important pour l'investissement qui s'analyse essentiellement en une prise de risques, micro-économiques et macro-économiques.

La fiscalité doit aussi faire l'objet d'une attention particulière en raison des distorsions qu'elle introduit nécessairement dans l'économie et qui croissent comme le carré des taux marginaux d'imposition. De ce point de vue, on peut s'interroger sur la pertinence de la fiscalité pesant sur les entreprises sachant que les entreprises sont un voile qui masque le fait que, derrière elles, ce sont toujours des personnes et des ménages qui paient l'impôt. De fait, cette fiscalité ne fait qu'introduire de l'opacité dans la répartition de la charge fiscale puisqu'elle se désintéresse délibérément de la façon dont les entreprises vont répercuter cette charge par le biais des salaires, du marché du travail, des prix de vente, des versements de dividendes, des rachats d'actions, etc... Elle introduit donc des risques et incertitudes supplémentaires, qui pèsent naturellement sur l'investissement et que son instabilité dans le temps ne fait qu'aggraver. La transparence et la responsabilité politique ainsi que l'efficacité économique voudraient donc que l'on taxe aussi peu que possible les entreprises et leurs facteurs de production dès lors que l'administration dispose des moyens suffisants pour contrôler la richesse des ménages.

Faut-il aller jusqu'à subventionner l'investissement? Probablement pas, car une subvention générale distordrait la combinaison des facteurs de production aux dépens du travail tandis qu'une subvention ciblée n'aurait de sens que si l'administration avait une meilleure connaissance des opportunités d'investissement que les entreprises, ce qui n'est par définition pas le cas.

Dans un monde devenu plus difficile à déchiffrer, la contribution la plus incontestable de l'action publique est donc la transparence et la stabilité, la stabilité macro-économique pour laquelle l'État est seul compétent et la stabilité micro-économique, au niveau tant de l'environnement légal que de la fiscalité, le tout associé à une fiscalité et une protection sociale aussi peu «distordantes» que possible. Dans les économies avancées, où le poids des dépenses publiques se situe entre 35 et 55% du PIB, cette transparence et cette stabilité sont essentielles pour réduire les risques et incertitudes de l'investissement, surtout de l'investissement de long terme.

## A Long-Term Investor's Point of View

**Lubna Olayan**

Olayan Financing Company

I am going to address our topic from four points of view. I am not an economist or an academician, so I am really going to be looking at it from an investor's, a long term investor's point of view.

The points that I will be touching on relate, first to whether this is an undecipherable business environment for investors and organizers; two, where we are in relation to return expectations normalcy. Most of my colleagues will be addressing the third point, which is about the risk-taking climate. Should we encourage it or not? Finally and very briefly, I will touch on the role of Government in attracting investment.

### ► Are we in an undecipherable environment?

The first and most important point here is the indecipherable part. The world today is more uncertain, but is it unreadable because of globalization and the crisis? Does that make investments more difficult? Again from a long-term investor's point of view, my perspective is that yes, we are living in a world that is uncertain and much harder to decipher. I believe that is the case for the following reasons.

1. We are bombarded with information from all directions, some of it conflicting, others imprecise and others purely garbage that we have to sift through.
2. There are new and evolving regulatory regimes at various levels of economies and Governments.
3. Globalization connects economies and gives us all the desire to venture into greener pastures from home, and that only adds more complexity.

4. We operate at a more frantic pace. There is an expectation of instant responses to emails. We receive an email and everyone expects an immediate reaction, or an immediate answer. It does not give us the time to reflect, analyze and try to give the problem the time it deserves.

5. There is a greater pressure to deliver results, especially on publicly listed companies.

6. Obviously, we cannot forget the geopolitical risks, which are far greater nowadays.

7. There is a point, which I think is the most important. There is a widening wealth gap and growing unemployment among the youth population, which gives rise to social uncertainty.

► **There still are opportunities**

However, having said all this, amongst all of these factors, there are opportunities. They will probably be more difficult to identify and it will require certain talents. We used to refer to my father, who was the founder of the group. He had the specific talent of “unscrambling scrambled eggs”. Truly, the winners will be those who, in the midst of all the scrambled information, can unscramble all these facts and get to the fundamental basics, understand the basics and identify the real opportunities. Through that, they will have the courage and the vision to take the calculated risk. As I said, the returns will be paid in the medium and long term. Do not misunderstand, because I am all for short-term gains, but I truly believe this is not sustainable.

► **What is normalcy?**

Are the conditions for a return to normalcy uncertain? Or is it due to the fact that normality has probably changed and makes the world more difficult to understand and anticipate? From an investor's perspective, there is a consensus regarding what needs to be done for us to go back to normalcy. However, a return to normalcy does not mean that we return to the pre-2008 environment. As I said, normal market expectations should be sustainable. However, the sense of things to be done more normally is all relative.

I just want to give you one example here. When I was in business school in the 70s, we were being educated about return on investment. A return on investment, which was in the mid-teens was good and a return in the high teens was very good. Time went on and just before the crisis, a return on investment had to be in the high teens, if not in the low 20s, and people were demanding returns in the 30s, 40s and 50s, which increased risk and added more to leverage. In my opinion, the mind-set has to be changed, among investors and companies.

### *3. Investir dans un monde indéchiffrable*

There is another fact of normality here that has to come, in the sense that markets can no longer be driven by a return on investments alone, or by returns. We have to deal with reality and the reality here is income disparity and youth unemployment. In our investment, we have to give thought to how much these investments are creating jobs and how these investments are being brought closer together.

I would like to mention something. Earlier this year, Facebook, a young company, –ten years old– went and made an investment of EUR19.8 billion, I believe, to acquire WhatsApp. They paid USD380 million per employee for that company. That is a huge number and a wealth creation that is not adding many jobs. It is a fantastic deal, but I do not think it is sustainable. We have to think about businesses that create jobs as well. I am not saying that technology does not create jobs, but we cannot create such wealth so quickly if we forget about our youth.

#### ► **Security *vs* risk**

Again, I will briefly approach this from an investor point of view. In my opinion, the level of risk depends on the investor. It depends on the amount of capital that is going to be put in place and it depends on the knowledge, ability and sophistication of the investor. Finally, it depends on the ultimate goal or objective of that investor. Is it for capital preservation, is it for capital appreciation, or is it for income?

You take all these together and then the investor will have to decide. The investor here, being an individual corporation, endowment or even a sovereign, will have to decide how to determine the asset allocation of their portfolio. We have to keep in mind that we are in a low-interest environment and as such, returns on fixed income are much lower. That is the subject of whether we should take more risk or not.

#### ► **What is the role of the Government?**

My final point will deal with the Government. Should it encourage more risk in all this? In my opinion, the Government should provide the fertile ground to attract investment. The country should have a stable political system and a legal system that is transparent and applicable to all. It should have clear regulations and strong regulators that enforce the law against everyone equally, and it should provide all the requirements that would attract investments. This takes into consideration tax, infrastructure, an educated labor force and all the other elements that we are all aware of. In my judgment, this is what is required of any Government, whether it is in my part of the world [Saudi Arabia] or any part of this world.



## Le piège des injonctions contradictoires

**Philippe Knoche**

Areva

Certes le monde est incertain en particulier en ce qu'une novation, quelque part dans le monde affecte le reste de l'univers beaucoup plus rapidement qu'auparavant. En ce qui concerne les gouvernements, le pire est le cas de celui qui est en contradiction avec lui-même. Je vais prendre l'exemple allemand. Il se trouve que je suis franco-allemand, de parents franco-allemands. Il n'y a donc aucun caractère nationaliste dans mon propos. Néanmoins, lorsqu'on regarde le gouvernement allemand et sa politique énergétique, on constate deux objectifs qui au début paraissent louables, à savoir libéraliser le marché de l'électricité, et décarboner la production, deux objectifs qui, en eux-mêmes ne sont pas contradictoires, nous verrons d'ailleurs que d'autres États sont capables de les gérer simultanément. En revanche, dans sa mise en œuvre, l'Allemagne n'applique pas de plafond à ses subventions et ne jalonne pas son marché. Elle n'est pas dégressive dans ses tarifs et elle arrive finalement à installer 30 GW de photovoltaïque, – soit la moitié du parc français qui s'allume à midi et s'éteint pendant la nuit, – en mettant par terre des milliards d'euros d'investissement de l'ensemble des producteurs d'électricité européens et en arrêtant les centrales à gaz. Un résultat qui est donc totalement contraire à la libéralisation de l'économie, puisque c'est finalement complètement l'impact de l'État qui a gouverné le marché. Ce sont les subventions au photovoltaïque qui ont déterminé l'état du marché. On peut le regretter et se dire qu'au moins on a réduit les émissions de CO<sub>2</sub>. Mais il n'en est rien car, en arrêtant le gaz qui n'était plus rentable et les centrales nucléaires, les émissions de CO<sub>2</sub> de l'Allemagne dans le secteur électrique ont augmenté de 10%.

Dans cet exemple, vous avez des entreprises qui sont confrontées à une situation telle qu'elles ne peuvent pas prendre de risques face à une injonction contradictoire : libéraliser et diminuer les émissions de CO<sub>2</sub>. Mais le monde n'est pas désespéré : le Royaume-Uni, beaucoup plus intelligent dans son jalonnement du marché, dans ses quantifications à la fois de tarifs dégressifs, de quantités d'énergies renouvelables, avec ses projets nucléaires, arrive à gérer les mêmes demandes sans aboutir à des injonctions contradictoires.

► **Comment réagir ?**

Les entreprises doivent néanmoins réagir et pour prendre des risques avoir des capitaux propres. Ce n'est pas la flui-liquidité des banques centrales. Ce sont vraiment les capitaux propres de l'*equity*. Trois points en interne :

– Être *lean*. [mince/maigre] : chez Areva, nous avons réduit de 20%, 300 millions d'euros en trois ans, l'ensemble des fonctions support aux opérations. Être *lean*, est une règle de base : pour un emploi inefficace, comme les marges sont au mieux de 10%, parfois 20, cela veut dire qu'on détruit 10 emplois parce que l'activité devient non rentable. Il faut donc absolument chasser l'inefficacité.

– Les entreprises doivent également avoir accès au volume et, dans le domaine du numérique par exemple, on peut regretter que l'Europe privilégie la concurrence intra-européenne, alors que nous ne sommes pas plus gros qu'une province chinoise, chacun dans notre pays. Pour avoir une application, pour développer une application sur votre iPhone qui utilise des données personnelles, il faut 27 autorisations en Europe, contre une aux États-Unis. Moralité : les jeunes développeurs d'applications partent aux États-Unis, parce que c'est tout de même beaucoup plus efficace.

– L'innovation est fondamentale, et je suis frappé de voir ces dernières années, une évolution de l'innovation vers quelque chose de beaucoup plus ouvert aux partenariats, aux entreprises, à l'innovation en dehors ; on assiste parallèlement à un recul des grandes infrastructures scientifiques. Je pense que c'est efficace. L'innovation frugale est beaucoup plus efficace, même si parfois, là aussi on aboutit à des résultats contradictoires. C'est ainsi que bien que nous soyons une entreprise française, nous réalisons des essais cliniques sur un traitement pour le cancer aux États-Unis parce que les chercheurs français ne voulaient pas d'une innovation frugale avec nous : ils voulaient un cyclotron qui est très cher et il n'y a pas encore d'essais cliniques sur ces techniques en France. Nous les réalisons donc aux États-Unis. C'est dommage. Vraiment l'innovation aujourd'hui doit être légère, rapide et ouverte.

## The Consequences of Selling Stability to Buy Growth

Tomáš Sedláček

CSOB

You could look at everything that has been said before exactly the opposite way. Was the pre-2007 problem not exactly related to the fact that there was too much trust, in Greece, for example? We can measure this quite well, and we can call this interest rate. Interest rate is a proxy for trust. If you trust somebody, you give them low interest rates. If you do not trust somebody, you give them high interest rates. Now we know that the interest rates for Greece, Ireland and other places have been too low.

1. The problem that got us into this situation was *too much trust*. We need to understand, that we could not get away with having instruments that were dealing with an uncertain world by turning *uncertainty into probability*. This is one of the greatest fallacies that we have believed. Banks cannot calculate proper interest rates. If they could, Greek bankruptcy would be business as usual, because we have been lending to hundreds sovereigns for hundreds of years. The very reason why we have interest rates is exactly that once in a while, one lender goes bankrupt.

2. I mentioned point number two in a speech for the European Central Bank in Frankfurt, when they became the so-called *creditor of last resort*. In this country with a great history of philosophy, it may be futile to remind ourselves that the word credit comes from the Latin word for trust; I have merely translated this into modern English. The ECB has become the *believer of last resort*. When nobody else believes, the ECB has to believe, even believe conspicuously, in our stead (our faith was weak... and needed

### 3. Investir dans un monde indéchiffrable

comfort) instead of everybody else, here namely *instead* of the markets, of the economy. And that is why they have such low interest rates. Because it demonstrated how much it believes.

3. Point number three relates to the fact that it is a very beautiful world out there. The sun is shining and the economies are slowly *gaining* growth, which is what we seem to be most interested in. As I visit these conferences quite frequently, I have the opinion that the lack of growth in the West is the *biggest* problem that the Earth faces today, with all due respect. To me, growth is an important part of the economy and it is a property of the economy, but it is not the defining characteristic. To me, growth is priority number six or seven.

4. The problem is, I think, that in the past generation or two, we have been *selling* stability in order to buy growth. We have succeeded and we have created a system, which is extremely fast-growing but also extremely unstable. I am talking about banking and the fiscal sector. The situation of many of the countries is that we have bought our growth. I also jokingly say that we should not call it *Gross Domestic Product*, I do not know how this will translate in French, but we should call it *Gross Debt Product*. If I take a loan of EUR 10,000, only a fool would say that I am EUR 10,000 richer. Everybody understands the difference between owing money and owning money.

However, a Government may take exactly the same step. In other words, it may take a loan of 3% of GDP and invest it into the economy, and then the economy grows by, let us say, 3%. Everybody, including Harvard, MIT and Yale educated economists is declaring that we are now 3% richer. To this, I only say –yes, *Gross Debt Product* has grown by 3%, and it has cost us exactly 3%. There is no hallelujah moment here.

5. Are we not really *reinstalling* the same conditions that we could observe in 2007? This involves extremely low interest rates. Sooner or later, these interest rates have to go up. Then I can already hear some of my colleagues complaining that the ECB has stepped on the brakes, radically increased the interest rates, and thus caused the whole financial world to collapse. It is extremely pleasant to live in a situation where interest rates are zero, but it is also extremely risky, because this is absolutely not sustainable. Everybody knows this, and nobody is thinking one or two steps ahead.

6. We have exhausted almost all the resources of fiscal policy. We know that we are running out of it like we are running out of petrol. We know that there is still some left, but we slowly have to think about the world without

petrol. We have invested so much debt into the economy that we no longer have options. France, the Czech Republic or Germany cannot put 10% or 20% more of GDP into helping the economy. Our fiscal policy resources have been exhausted, or let us say wasted, or invested, or whatever way you want to look at it. Our monetary tricks have also been exhausted. We can no longer go into the negative interest rate any further. The growth that we are seeing around us is an extremely unstable and to be clear, unsustainable growth.

7. In all this debate, it is interesting to hear how much help the economy needs. The Government is helping the economy with low interest rates. The Government is helping the economy with fiscal policy. The Government is helping the economy with stable conditions. This is the economy. We are not coddlers and we are supposed to be the tough boys. It is an *indecipherable world* and it has always been an *indecipherable world*. Our problem was that we pretended there was certainty in a situation of fundamental uncertainty.

## Continuité d'hier, rupture d'aujourd'hui!

**Guillaume Sarkozy**

Malakoff Médéric

Je vais tenter de vous parler micro plutôt que macro. Je vais tenter de vous montrer que ce n'est pas la crise qui a fait le monde indéchiffrable, mais le monde indéchiffrable qui rend la sortie de crise difficile. Il est donc très important de faire le bon diagnostic car les bonnes analyses feront les bonnes solutions. La normalité a changé. Hier la continuité était la normalité. Aujourd'hui, la normalité est la rupture.

### ► La mondialisation

Avant d'être assureur, j'ai eu la chance de travailler pendant 30 ans dans le textile qui a été le précurseur de ce monde indéchiffrable, de rupture. Jugez-en : la productivité du textile depuis l'année 1750 a doublé tous les 25 ans. C'est-à-dire qu'entre 1750 et 2000, la productivité du textile a été multipliée par 1 000. Cette progression s'est arrêtée brutalement avec la mondialisation, l'entrée de la Chine dans l'OMC, l'élargissement européen, le coût du travail et les 35 heures. À part les 35 heures, tout le reste était sans doute inévitable et d'ailleurs souhaitable. Mais toutes ces évolutions ont représenté une perte de repères majeurs, une rupture.

### ► L'allongement de l'espérance de vie

La normalité était de baisser l'âge de la retraite au moment même où l'espérance de vie à la retraite explose. Cette espérance de vie à la retraite est passée en 50 ans, de 10 à 23 ans. On vit plus vieux, et on prend sa retraite plus jeune. La rupture : dans deux ans, la retraite des cadres va baisser de 15%. On peut toujours espérer qu'une nouvelle rupture surviendra qui empêchera la retraite des cadres de baisser de 15%. Mais s'il n'y a pas de rupture, c'est ce vers quoi nous allons.

► **La responsabilité**

La normalité est que l'État protège tous les moments de la vie des citoyens. La rupture, ce sont les 200 milliards de dettes de la sécurité sociale sur l'ensemble des régimes qui seront 400 milliards en 2020 ; ça ne peut pas durer très longtemps.

► **L'évolution de la pauvreté**

La normalité, c'est que depuis plusieurs dizaines d'années, le taux de pauvreté à 65 ans a baissé, puisqu'il est passé de 30% – en 1970, 30% des gens de 65 ans étaient pauvres – à 7% aujourd'hui. Magnifique. La rupture, c'est qu'en contrepartie, le taux de pauvreté des jeunes de moins de 18 ans a explosé. Il est à 15%. C'est le plus élevé des taux de pauvreté de tous les âges.

► **Le lien intergénérationnel**

Lorsqu'on les interroge, 80% des parents nous disent : « Il faut se sacrifier pour nos enfants. » Formidable. Mais quel monde préparons-nous à nos enfants? 2 000 milliards de dettes qui vont être transmises, une retraite par répartition à laquelle ils devront cotiser pour payer notre retraite, sans compter ce qu'ils devront payer pour eux-mêmes. Le pouvoir d'achat des trentenaires a baissé de 17% depuis 30 ans. Et aujourd'hui, pour que des jeunes achètent un appartement, il faut qu'ils consacrent 5,4 années de salaire moyen au lieu de 2,3 à l'époque. La rupture, c'est que ceux qui sont instruits s'en vont et que ceux qui ne sont pas restent, mais leur nombre augmente.

► **La prévention et la protection de la vie privée**

Nous avons une organisation formidable en France qui s'appelle la CNIL. Il y a quelques jours, j'ai rencontré des gens qui sont venus me voir en me disant : « C'est formidable, Monsieur Sarkozy. Nous avons enfin obtenu l'autorisation de rassembler dans nos ordinateurs toutes les données des pharmaciens français et des feuilles de soins. Et nous nous sommes rendu compte que 8% des Français sont en danger grave de risque de iatrogénie, c'est-à-dire d'interférences médicamenteuses. » J'ai dit à ces personnes qui sont venues me voir : « C'est formidable. J'ai 2 millions de clients. J'ai donc 160 000 personnes en danger. Je vais vous donner mes fichiers, et une fois que vous m'aurez dit qui c'est, je vais leur téléphoner et je vais les sauver. » On m'a dit bien sûr : « C'est absolument interdit, car il faut respecter l'intimité et la vie privée. » C'est ça la rupture.

► **Nous sommes tous des taxis parisiens**

Toutes nos professions réglementées ou monopolistiques devront évoluer pour s'adapter aux besoins de la société. La rupture, j'ai vu ça la semaine dernière : un chauffeur de taxi parisien courir pour ouvrir la porte à son client.

► **Deux pistes de travail pour accompagner ces ruptures**

Ma première suggestion concerne notre protection sociale. Il serait intéressant de réfléchir à un meilleur équilibre entre collectif et individuel, intégrant mieux les moments de vie et les choix individuels. Ma deuxième suggestion serait d'ajouter le mot «responsabilité» à notre devise nationale, car il faut permettre à chacun d'être acteur de notre avenir «Liberté, Égalité, Fraternité et Responsabilité».



## Faut-il plus de prise de risque ?

**Eric Le Boulch**

CM-CIC Securities

Faut-il plus de prise de risque? Ne fait-on pas le contraire en «achetant» une police d'assurance habitation (le renforcement considérable de la réglementation et de la supervision bancaire) après que «la maison a brûlé»?

De fait, non! Pour assumer une vraie prise de risque, il est demandé, en particulier au secteur bancaire et aux entreprises par ricochet, plus de fonds propres, plus de *cash-flow*, plus de capitaux permanents pour assumer et porter des risques. La contrepartie, quand on met plus de fonds propres, plus de capitaux permanents, est que cela coûte «plus cher» (pénalisation du retour sur fonds propres). La rentabilité financière est donc moindre. Comment s'en sortir et quel est le rôle de la politique monétaire? La politique monétaire est aujourd'hui débridée et incite fortement à la prise de risque, très fortement puisqu'on ne peut pas «régler» les dettes par de l'inflation. Il faut donc pousser les taux plus bas et ce le plus longtemps possible.

Est-ce que cela marche? Cela marche très fort du côté de la sphère financière où la prise de risque est croissante puisqu'aujourd'hui les actifs sans risque sont moins nombreux, leur statut est même remis en cause. De plus, ces actifs dits sans risque ne permettent plus aux investisseurs de remplir les exigences de rendement du passif. Pour un assureur-vie, investir sur des *bonds* qui sont rémunérés à 1,29% à 10 ans, est un choix difficile. Donc, la politique monétaire est manifestement débridée et elle incite fortement à la prise de risque. C'est un excès nécessaire. Mais son impact sur l'économie est relativement faible tout en étant un soutien majeur pour gagner du temps. Néanmoins, dans la durée, on voit que cela permet du côté de ce qu'on appelle l'économie réelle, de réanimer certaines composantes favorables à la «croissance de demain». L'investissement direct

rechigne à redémarrer mais les fusions et les acquisitions reprennent. Il est sans doute plus simple de racheter une entreprise, un fonds de commerce, des parts de marché, de pouvoir envisager des synergies que d'ouvrir une nouvelle usine ou de lancer un nouveau produit, mais c'est déjà un premier bénéfice, parce que le coût de refinancement d'une acquisition est très bas.

Le deuxième signe positif, c'est le retour des introductions en bourse et des augmentations de capital. Cela veut dire qu'il y a plus de fonds propres. Ce marché était fermé mondialement, il est reparti en Asie puis en Europe et tout récemment en France. C'est un point très positif. Nous avons donc une politique monétaire très incitatrice, en lieu et place des finances publiques, et qui joue son rôle, mais qui peut certes recréer des bulles comme l'indiquait récemment la banque d'Angleterre en s'inquiétant notamment de l'immobilier.

► **Qui va remplacer les banques ?**

En revanche, nous avons, de manière croissante, un environnement où la réglementation financière, fiscale et la supervision financière découragent la prise de risque soit parce qu'elles se durcissent fortement, sans doute à juste titre compte tenu d'un passé récent, soit parce qu'elles bougent trop lentement dans d'autres domaines. Dans le secteur bancaire, les établissements sont aujourd'hui très contraints, et l'atterrissage de leur modèle est compliqué. La capacité pour les banques à porter des risques et à financer long est devenue délicate et incertaine. L'action de la réglementation dans ce domaine est donc forte. Les bilans bancaires baissent, mais la contrepartie pose la question suivante : qui va remplacer les banques ? La réglementation évolue, mais très lentement, c'est Solvency 2. Si les banques ne peuvent donc pas financer long, il faut peut-être que les investisseurs institutionnels le fassent. On a vu par exemple en France que le code des assurances a évolué. On sait qu'en août, le code de la mutualité et de la sécurité sociale devrait être modifié, pour que les investisseurs qui n'ont pas encore cette expertise, qui n'ont pas encore la courbe d'expérience, puissent financer directement l'économie par des prêts. Mais certaines de ces institutions sont, elles aussi soumises à Solvency 2, et subissent des réglementations qui ont tendance à réduire leur prise de risque, dans une zone économique, l'Europe, où la démographie est ce qu'elle est et n'incite pas à porter des actifs longs en risque.

Au niveau fiscal, en France, nous faisons tout le contraire de ce qu'il faudrait faire, peut-être encore une fois pour des raisons légitimes mais qui ont trait au passé. Plus on investit son épargne, non pas dans un capital, mais dans une quasi rente à court terme et liquide, moins on est taxé ; plus on investit long et en risque, plus on est taxé. Je suis d'ailleurs assez surpris du débat français sur le dividende, qu'il faut taxer parce que c'est un revenu du méchant capital. Mais lorsqu'on voit les rendements qu'offre un

dividende, et le risque supporté en tant qu'actionnaire, cela me paraît assez peu légitime. Donc, si cet environnement est en train de bouger et si les banques financent moins, si les assureurs et les investisseurs institutionnels prennent le relais, cela donne un rôle majeur au marché financier, ce qui est un peu un paradoxe de la crise.

► **Comment évolue la prise de risque, en tout cas la réglementation pour accompagner un rôle croissant attribué aux marchés financiers ?**

On essaie donc de créer de vrais marchés, des marchés centraux, des marchés qui donnent des prix assis sur des échanges transparents, sur des opérations qui sont compensées, pour durcir la résistance du secteur financier dans son ensemble. Est-ce positif ou négatif pour les économies? Les risques d'un financement croissant par les marchés résident dans le fait que le financement non-résident va s'accroître. Certaines créances dans le futur qui étaient portées par des acteurs domestiques bancaires, proches à divers titres des débiteurs, vont peut-être être portées par des investisseurs non-résidents. On risque donc d'exposer certaines créances aux fluctuations des marchés. Imaginons que les *mortgages* français, donc les crédits immobiliers, soient titrisés. Est-ce qu'il y a aujourd'hui assez de marge pour les mettre sur le marché? Non. Donc, cela veut dire *repricing* et fluctuation. Cela veut aussi dire soumettre l'économie domestique à des fluctuations fortes.

Autre point : un investisseur institutionnel n'a pas de relations diversifiées vis-à-vis de son débiteur. Il faut donc le rembourser. Une banque a d'autres intérêts. Là aussi, nous pouvons donc avoir des risques importants de durcissement des relations. L'avantage du recours croissant au marché financier, c'est la diversification du financement. C'est aussi accéder à des experts de ce qu'on souhaite financer en termes de projets, mais en conséquence la discrimination va être croissante entre ceux qui pourront aller se financer sur les marchés financiers et les autres. Pour les très grandes entreprises, c'est déjà fait. C'est en cours pour les ETI, comme on les appelle mais les PME ne le pourront pas.

Pour conclure, il y a à l'évidence un acteur dont on attend une prise de risque et un changement, c'est sans doute l'État qui ne peut plus investir de manière contra-cyclique – peut-être est ce un bénéfice, peut-être pas –, mais qui doit gérer les incitations et les « dés-incitations ». Peut-être faut-il dire que plutôt que de contrarier ou de punir les « esprits animaux », comme le disait Keynes, il faut les utiliser et « faire de l'économie ».

## Il faut remettre l'église au centre du village

**Dominique Cerutti**

Euronext

Le monde a-t-il toujours été indéchiffrable ou illisible? Le monde se globalise, et, quoi qu'on en dise, continue à se globaliser de manière accélérée, il est interconnecté, totalement irrigué de technologies, il est donc constitué d'un ensemble de systèmes complexes non linéaires. «Complexes» car même si vous savez ce qu'il y a en entrée, vous êtes incapables d'anticiper le résultat ; «non linéaires», un petit changement pouvant produire de très gros effets. C'est ce qui caractérise la planète.

### ► Retrouvera-t-on une normalité?

Certainement pas. Je vais vous donner deux exemples pour vous faire comprendre pourquoi cette interconnexion, cette technologie hyper-pervasives et cette globalité vont se développer.

Première illustration : depuis que j'ai commencé à vous parler – deux minutes – plus de 1 000 sites web se sont créés sur la planète et se sont connectés. Deuxième illustration : aujourd'hui, 80% des données interconnectées existantes ont été créées ces deux dernières années.

L'accélération est exponentielle. C'est pourquoi il est très peu probable qu'un jour, le monde ne soit plus un système complexe non linéaire.

La question est donc savoir comment trouver une façon de recréer de la valeur par d'avantage d'innovation, de prise de risque, le tout dans un monde indéchiffrable : comment inciter ou encourager la prise de risque, qui est absolument nécessaire à l'innovation, à la création de valeur et au partage de ces valeurs? Question corollaire : quelle gestion du risque faut-il mettre en œuvre pour encourager cette prise de risque?

► **Comment encourager la prise de risque ?**

Nul doute que pour les entreprises, les investisseurs et les régulateurs des autorités prudentielles, la crise de 2008 a été une douche froide qui a engendré une aversion pour le risque. La situation est en cours d'amélioration : dans le sillage d'énormes travaux réglementaires, on voit les investisseurs et les entreprises de la planète se remettre à investir. Juste un chiffre à l'appui de ce constat : l'un des indicateurs les plus pertinents pour décrire l'appétit du risque de la planète est sans doute celui des investissements directs à l'étranger (IDE). Il s'agit de la mesure des mouvements internationaux de capitaux effectués dans le but de créer, développer ou maintenir une filiale, une usine, une activité dans un pays étranger. Après une chute de près de 20% entre 2011 et 2012, les IDE ont augmenté de 11% en 2013 au niveau mondial et, très bonne nouvelle pour l'Europe, les IDE ont augmenté en 2013 de 37% sur cette zone. C'est-à-dire que les flux mondiaux se posant sur l'Europe ont augmenté de 37%.

Simultanément, à partir de mi 2013, s'est produit ce que les financiers appellent la grande rotation des actifs. C'est-à-dire qu'après une période d'aversion au risque, les investisseurs, essentiellement anglo-saxons, ont réalloué près de 100 milliards de placements obligataires peu risqués, comme les dettes d'États par exemple, vers des actions, en particulier européennes. Encore une excellente nouvelle !

► **La France tire-t-elle son épingle du jeu ?**

Hélas pas vraiment. Un chiffre marquant pour illustrer cela : lorsque ces investissements directs à l'étranger augmentent de 37% en Europe, ils baissent de 77% en France en 2013.

Quelles sont les causes de ce chiffre catastrophique pour la France ? Tout un ensemble de choses sur lesquelles j'ai un point de vue de citoyen plutôt que d'expert. L'instabilité qu'on a connue en France ces dernières années, repousse les capitaux. Tant qu'on aura des fiscalités massues quasiment idéologiques ou punitives sur le capital, on ne s'en sortira pas. Nous ne sommes pas en train de parler de la « mauvaise » finance ; nous parlons du financement des entreprises et donc de notre économie. Qui aurait envie d'investir si on ne lui laisse que la nue-propriété d'un actif par essence risqué et qu'on le prive de l'usufruit de son bien par le biais de la fiscalité ? Personne. Vous ne pouvez pas avoir dans vos comptes, qu'ils soient d'entreprise, d'investisseurs ou personnels, un actif qui est par nature risqué, et qu'on vous en prenne tout le rendement. C'est pour moi une des principales raisons pour lesquelles la France n'arrive pas à tirer son épingle du jeu. Si nous ne réglons pas cet aspect du problème, il n'y a aucune chance que pendant que la planète, y compris l'Europe, redécolle, la France suive le mouvement. Il faut remettre l'église au centre du village.

► **Qu'en est-il de la gestion du risque ?**

Sur ce point, les choses vont beaucoup mieux, et ce, grâce à la grande leçon de 2008 ! Pendant que l'on essaie d'encourager la prise de risque, aussi bien du côté des investisseurs que des entrepreneurs, il faut maîtriser le risque d'exécution. Il faut pour cela des outils industriels qui « dé-risquent » la planète au sens systémique du terme. C'est ce qui est en train de se faire. D'énormes travaux de régulation sont en cours notamment grâce à l'impulsion du G20. Il faut d'ailleurs saluer le rôle que la France a joué en 2008/2009 et qui a consisté en quelque sorte à siffler la fin de la récréation en disant : « Plus jamais de transactions en gré à gré dans l'opacité dans un monde fragmenté. Ramenez tout ça sur des outils industriels transparents. » Ça avance lentement, mais ça avance.

En parallèle de l'action des régulateurs, certains acteurs de l'industrie, comme Euronext, repositionnent des outils régulés et transparents. Prenons l'exemple du rachat de NYSE Euronext par ICE. Cette opération a permis non seulement la création d'un champion mondial dans le domaine des dérivés listés, compensés et donc non risqués, mais aussi le remplacement d'Euronext, société désormais indépendante, au cœur du financement de l'économie en Europe. Euronext peut donc désormais pleinement jouer son rôle de plate-forme boursière où émetteurs et investisseurs peuvent échanger de manière éclairée, transparente et stable. C'est donc un accomplissement industriel spectaculaire.

## Comment repasser de l'omelette aux œufs!

**Božidar Djelić**

Ancien Ministre des Finances, Serbie

Derrière la question de savoir s'il faut éliminer le risque ou se contenter de le gérer, il y a celle de savoir si on est allé trop loin dans l'élimination du risque dans les pays développés. À cette question préalable, je répondrai oui, nous sommes allés trop loin, non pas d'ailleurs que l'élimination du risque dans la société soit une mauvaise chose en soi.

Une immense majorité des citoyens en Europe sera d'accord pour dire que les avancées *post* Seconde Guerre mondiale ont été bénéfiques. La vie est plus prévisible, elle est plus douce. C'est un système qui est désiré. D'un autre côté je vais donner trois petits exemples, pour montrer qu'on est peut-être allés trop loin.

### ► Premier exemple : l'équation Merkel contre l'équation chinoise

On connaît bien l'équation de Madame Merkel. Elle a dit : « L'Europe, c'est aujourd'hui 7 % de la population mondiale, 25 % du PIB et 50 % des transferts sociaux. » Peut-on continuer ainsi, indépendamment du fait qu'on soit de droite ou de gauche, car de l'autre côté en Chine, pour la première fois de son histoire, tout pays communiste qu'elle soit, une loi sur la couverture sociale qui a été votée en juillet 2011 avec une application qui mettra, selon les responsables chinois, au moins 30 à 40 ans.

### ► Deuxième exemple : France/Pologne

Ce n'est pas un match de foot. La France est aujourd'hui le seul pays du monde qui inscrit le principe de précaution dans sa constitution.

A priori, c'est une bonne chose. Pourquoi ne pas être prudent? L'administration ne devrait-elle pas faire attention avant de proposer ou d'autoriser? Mais cela a renversé la charge de la preuve. Celui qui veut prendre un risque, celui qui veut innover doit *ex ante*, avant même qu'on puisse juger sur pièces, convaincre ceux qui doivent l'autoriser que son innovation est une amélioration. C'est pain béni pour tous les lobbys qui ont des positions établies, et c'est ainsi que, dans l'énergie, dans les télécoms, et dans bien d'autres secteurs, les entrepreneurs français ont un désavantage significatif par rapport non pas à leurs concurrents chinois, mais à leurs concurrents allemands.

D'autre part, et je m'adresse ici aux étudiantes et aux étudiants, j'ai eu la chance inouïe à votre âge de participer aux premières mesures de la transition polonaise. Je me souviens encore, comme si c'était hier, du vendredi après-midi où le ministre des Finances a signé le décret qui a libéralisé d'un coup tous les prix. Tous les conseillers que la France lui envoyait, lui disait : «Pas possible, il y aura une guerre civile. Il faut faire un plan à dix ans.» Je maintiens aujourd'hui que si la Pologne est le succès qu'elle est, c'est parce que ce vendredi après-midi-là, il n'a pas été question de principe de précaution. Le ministre, après moult analyses et comparaisons, s'est rendu compte qu'on ne peut pas *unscramble the eggs*, passer de l'omelette à des œufs en cinq phases et en dix ans.

Dans la même veine, lorsqu'en 2001, après la chute de Milosevic, j'ai aussi eu la chance inouïe, – je ne sais pas pour le pays, l'histoire le dira – d'être ministre des Finances, on a vu que toutes les banques étaient vidées de leur substance, nous avons eu, mon collègue le gouverneur de la Banque central et moi, le courage, de fermer toutes les banques, tout simplement. Et on nous a dit «Non, c'est impossible», mais on a vu aussi que la recapitalisation ne marcherait jamais et qu'en fait, derrière ces banques, il y avait des oligarques, des gens qui n'étaient banquiers que de nom et qui de fait contrôlaient toute l'économie. En à peine un an est né un système bancaire tout neuf qui a réussi à passer sans encombres au travers de la crise de 2008. Je ne dis pas, qu'il faut toujours y aller franco. Mais il est sûr que beaucoup de décisionnaires français appliquent vraiment à la lettre, mais vraiment à la lettre, le principe de précaution.

► **Troisième exemple : la finance**

Je suis dans la finance. Elle a mauvaise réputation et elle l'a bien mérité. D'un autre côté, je voudrais vous citer le «match» Grande-Bretagne/Kenya. Quelqu'un va au Kenya mais n'a pas assez de cash pour payer le taxi brousse. Sa banque lui dit qu'il faut au moins deux



semaines avant d'autoriser et d'effectuer un transfert, car à Mombasa, ils n'avaient jamais fait de transfert. Heureusement que le taxi avait son mobile et qu'il s'est mis d'accord avec un ami de ce client anglais pour que lui, avec son mobile du Ghana, envoie immédiatement de l'argent sur le mobile du Kenya. Ça s'est arrangé très vite. Réfléchissons donc sur ce qui se fait vraiment aujourd'hui dans le monde.

► **Trois pistes à explorer**

Et maintenant, pour finir, trois pistes à explorer. Au fond, derrière les rapports – il y a d'immenses et de magnifiques rapports en France – mais derrière eux, il y a des gens, des envies, des jalousies et des ambitions. C'est en gros un problème de pays développés : nous ne voyons plus la corrélation entre la prise de risque et l'ascension sociale. Car c'est là qu'est le fondement d'une économie de marché. C'est dans l'espoir d'une ascension sociale que les gens acceptent l'économie de marché. C'est pour cette raison qu'ils peuvent voter pour elle. C'est parce que ceux qui prennent des risques réussissent, sans corruption et sans favoritisme, à créer quelque chose dont ils sont fiers, pour eux et pour leur famille. Et ils en rendent ensuite une bonne partie à la société. C'est un fondement extrêmement important d'une économie de marché. Il est très largement accepté en Europe, et c'est pour cela que lorsque des entrepreneurs un peu différents, les Granjon, les Simoncini<sup>1</sup>... parlent, il faut les écouter. Aujourd'hui, ils tirent la sonnette d'alarme et je pense que leurs appels et leurs recommandations doivent être écoutés, plus que des rapports même extrêmement bien écrits.

Enfin, lorsqu'on parle de risque, je pense qu'il ne faut pas oublier la responsabilité de la finance. À cause de la crise de 2008, la finance a elle-même donné une mauvaise réputation au risque. Il y a donc une obligation à continuer cette réforme extrêmement difficile, car les grandes banques, en particulier universelles, sont des créatures puissantes et retorses. Donc, harmonisation des comptabilités, prise aussi de malus sur les banquiers, pas seulement de bonus. Voilà quelques idées qu'il ne faut pas abandonner en route.

---

1. Jacques-Antoine Granjon, né en 1952, créateur, entre autres de vente-privée.com. Marc Simoncini, né en 1953, fondateur d'un des premiers sites de communautés francophones, i.France, d'un site de vente de lunettes par Internet et du site de rencontres Meetic. Avec J.-A. Granjon, Xavier Niel et Alain Malvoisin, il a créé l'École européenne des métiers de l'Internet (EEM).

## Échanges

**Léonard Moulin**, lauréat du concours «*La Parole aux étudiants*»

Je vais me faire porte-parole des étudiantes et étudiants qui ont été invités à participer aux rencontres économiques d'Aix-en-Provence et vous poser une question toute simple. Qu'est-ce que vous proposez pour investir dans la jeunesse – pour qui l'avenir apparaît justement bien indéchiffrable – que ce soit au niveau de l'éducation ou de l'emploi?

**Philippe Knoche**

Je pense que ce qui est fondamental, c'est de rebâtir sur le – comme on dit en anglais – *make it happen*, «faire en sorte que les choses adviennent.» Nous pouvons vous offrir, soit par les start-ups que vous créerez, les liens que vous aurez avec nous, soit par les recrutements, l'occasion de nous pousser à innover et à *make it happen*. Juste un exemple qui m'a surpris. Nous avons invité pour un week-end 50 jeunes franco-allemands sur le thème : «Dites aux patrons, par exemple sur le marché des télécoms, ce que vous vous voyez, vous qui êtes jeunes.» Ce genre d'événement est trop rare : quand nous avons transmis au patron le résultat du week-end, il nous a dit : «Tiens, c'est bizarre. On n'avait jamais entendu ces propositions!» En tant qu'entreprises, mais aussi en tant que citoyens, nous pouvons vous offrir cette parole d'innovation. Prenez-là.

**Božidar Djelić**

Je pense qu'il faut être juste vis-à-vis des jeunes. Il y a bien sûr des tas de choses positives, mais je prends l'exemple des emplois jeunes. Je pense que les emplois jeunes n'ont pas fonctionné parce qu'ils étaient moins bien que les emplois vieux. Pourquoi, lorsqu'on a 21 ans, doit-on avoir un contrat sensiblement moins intéressant que quelqu'un qui en a 35 ou 40? Et derrière cela, je pense qu'il y a un dialogue intergénérationnel difficile, caractérisé par l'égoïsme historique de la génération des baby-boomers qui ont eu les meilleurs salaires de l'histoire du monde et qui s'appêtent à avoir, quoiqu'en dise Monsieur Sarkozy, les meilleures retraites de l'histoire de l'humanité, ils s'appêtent d'ailleurs à faire leur deuxième croisière en Norvège! Ça ne va pas. Il faut qu'ils fassent un peu de place aux jeunes aussi.