



Center for International Development
at Harvard University

Finance et diversification dans les pays riches en ressources

Asim Ijaz Khwaja
Center for International Development
Harvard Kennedy School of Government
Harvard University

Vue d'ensemble

- Les dangers d'une liquidité trop abondante
 - Données macroéconomiques et microéconomiques

- Finance et entrepreneuriat : problèmes et échecs
 - Pourquoi c'est si difficile
 - Les banques, le capital-risque et la microfinance échouent

- Les chances à saisir – Diversifier les processus financiers et innover
 - Ce qui est nécessaire/possible

De l'argent, encore de l'argent et ...?

- ❑ Vue traditionnelle
 - Sous-développement = manque de capitaux
 - Réaction de l'offre – Accroître l'investissement :
 - ❑ Mobilisation de l'épargne
 - ❑ IDE
 - ❑ Aide

- ❑ MAIS on se rend compte de plus en plus qu'il ne suffit peut-être pas de forcer l'offre

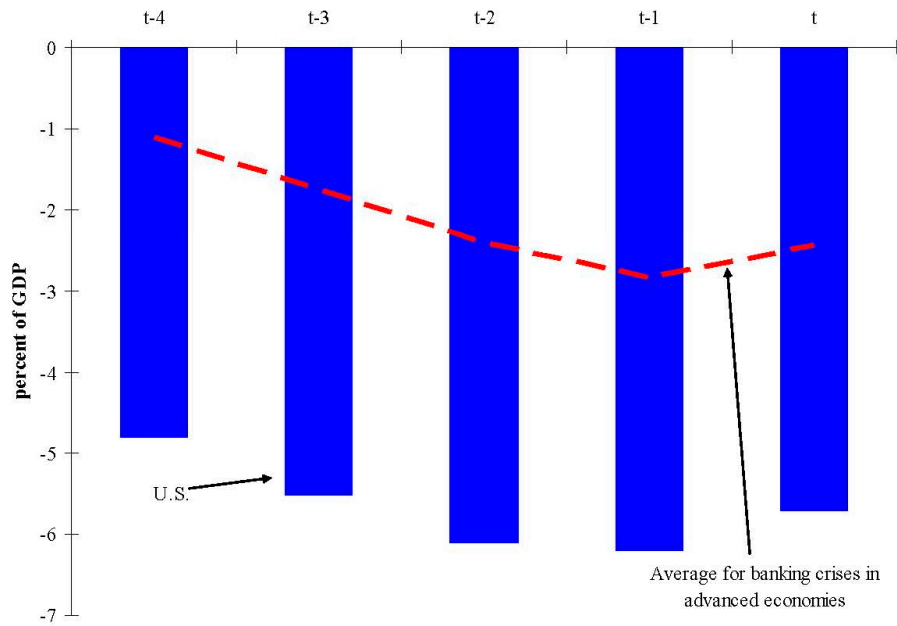
- ❑ En fait, un excès de capitaux peut créer des problèmes – malédiction des ressources financières?
 - Marchés financiers inefficients (pourquoi les améliorer quand on peut juste injecter plus d'argent?)
 - Pire encore
 - ❑ Spéculation & bulles (bourse, immobilier)
 - ❑ Maximisation de la rente

De l'argent, encore de l'argent et ...?

■ Données macroéconomiques

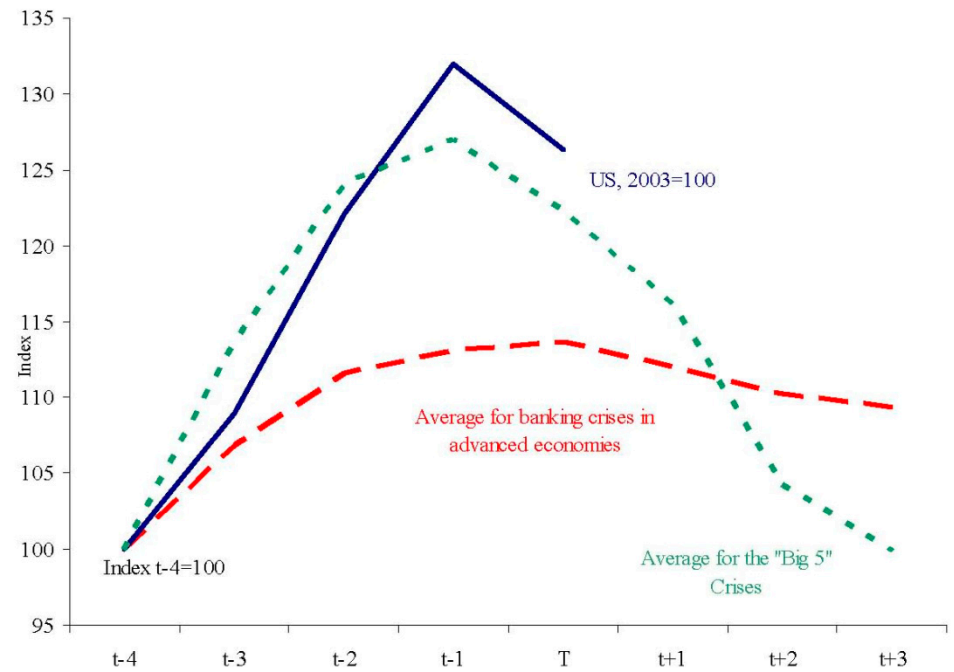
- Les crises financières actuelles ne sont pas vraiment une anomalie
- Souvent, des crises de ce type sont précédées par un excès de liquidités qui conduit à une forte expansion de la consommation/de l'immobilier
 - Mexique 1994, Thaïland 1997, États-Unis 2007
 - This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly (Rogoff & Reinhart 2009)
- On se rend compte de plus en plus qu'il ne suffit peut-être pas de forcer l'offre
- Les frictions financières conduisent à une allocation inefficace des ressources
 - Le paradoxe de Lucas s'amplifie : les flux Sud-Nord augmentent alors même que le Sud (Inde, Chine) est en expansion
 - Gourinchas & Jeanne, 2006; Prasad, Rajan & Subramanian, 2007; Cabellero, Farhi & Gourinchas, 2007

Figure 3: Current Account Balance/GDP on the Eve of Banking Crises

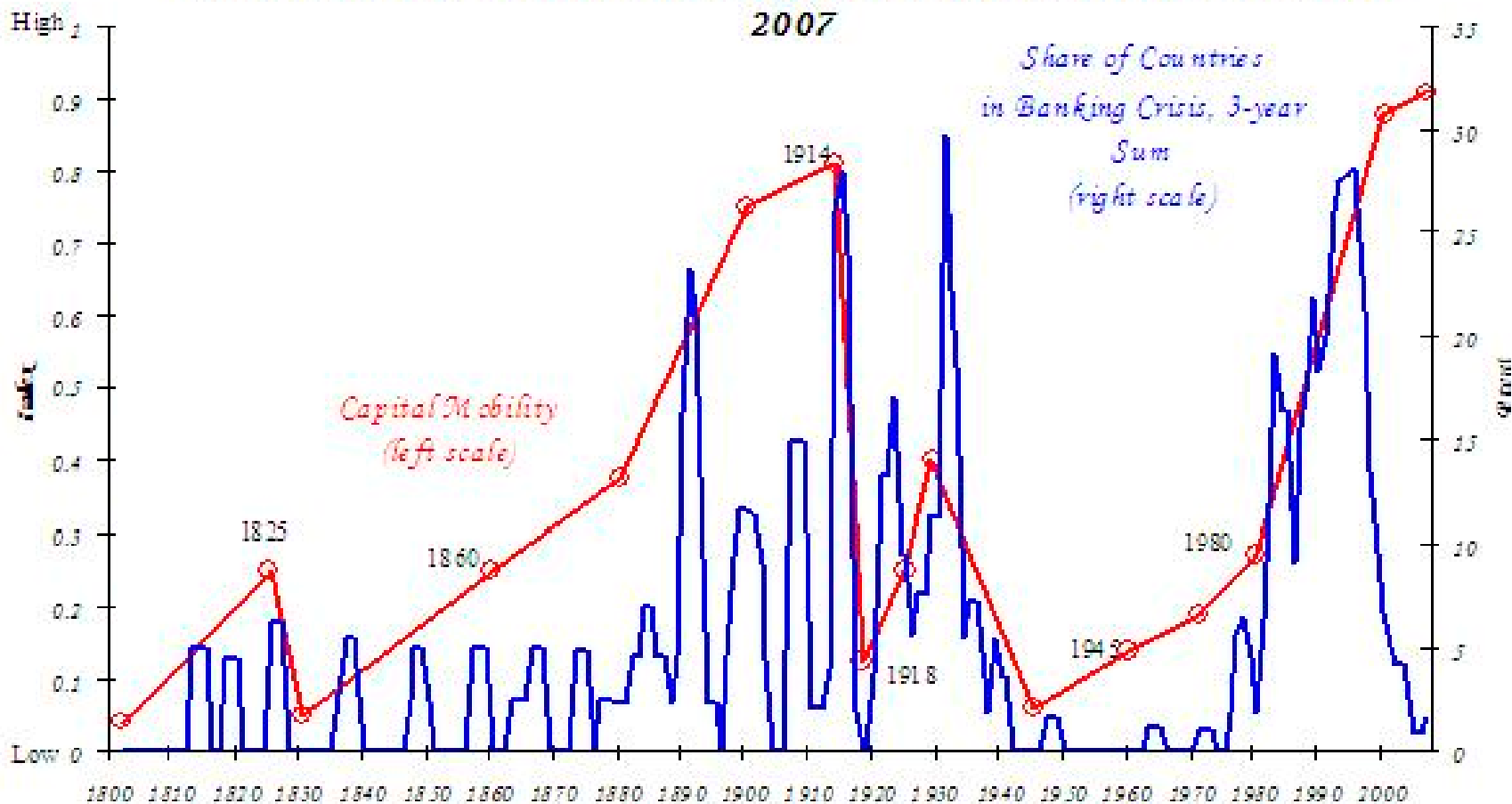


Source: Rogoff & Meinhart 2008

Figure 1: Real Housing Prices and Banking Crises



Capital Mobility and the Incidence of Banking Crisis: All Countries, 1800-2007



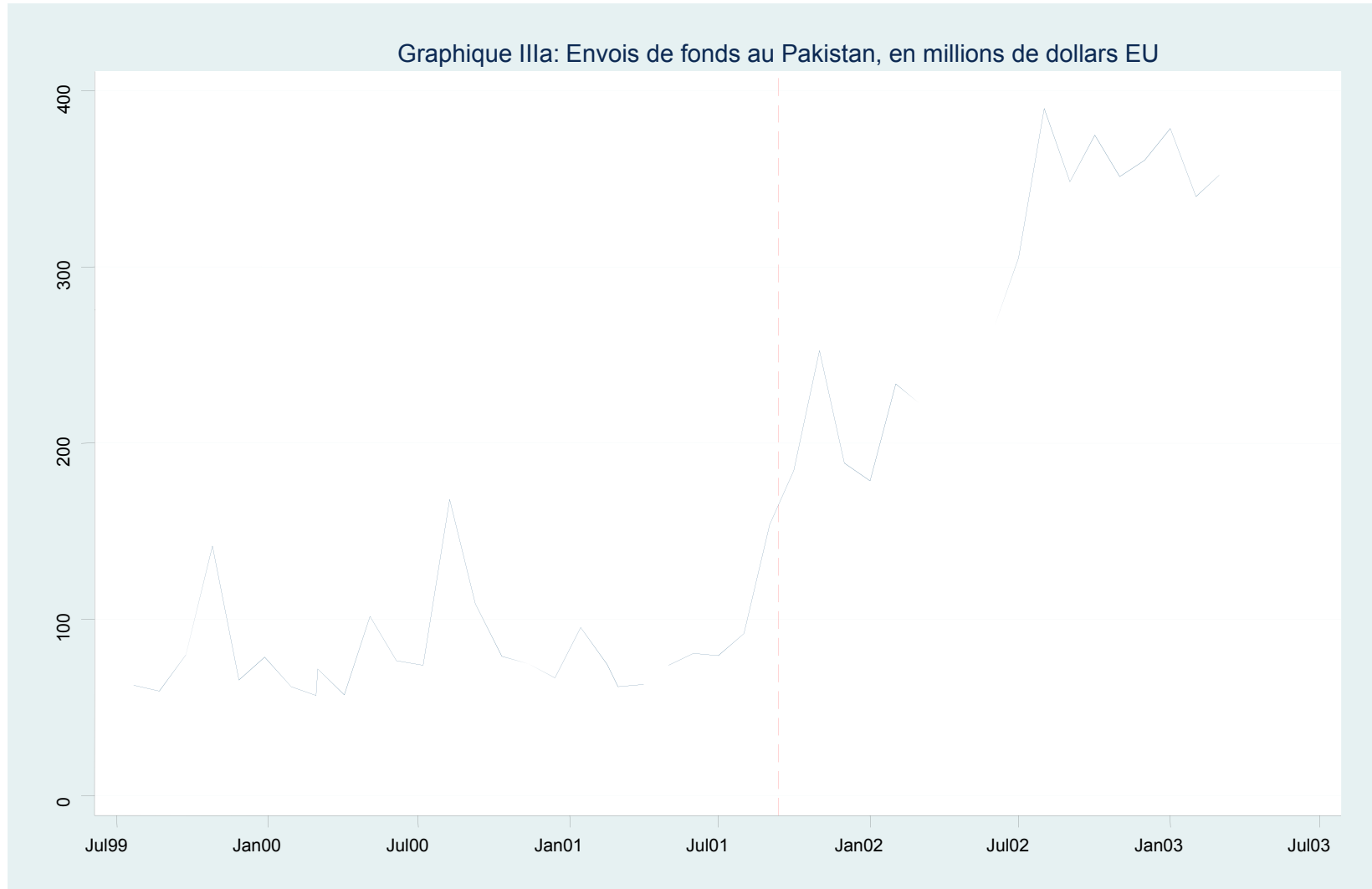
Source: Rogoff & Reinhart 2009

Données microéconomiques : prêts inefficients et bulles

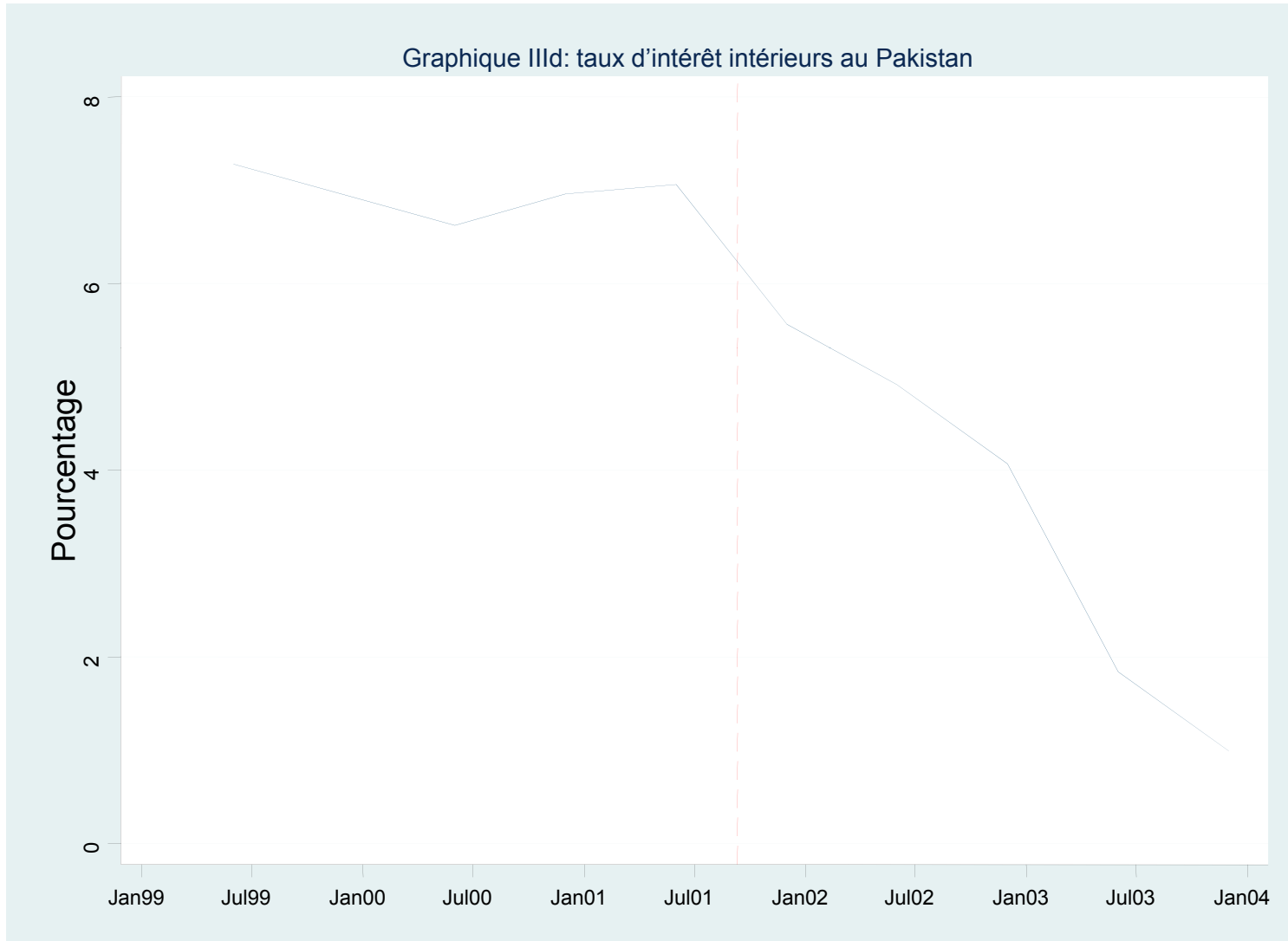
- Que font les pays avec une abondance de liquidités?
(Khwaja, Mian, Zia JFE 2010)
 - Pakistan après le 11 septembre – montée en flèche des liquidités
(levée des sanctions et *retournement* de la fuite des capitaux)

- Réponse :
 - Pas grand-chose!
 - Pas de hausse des prêts aux entreprises
 - Spéculation
 - Essor du marché boursier (avec peu de nouvelles émissions)
 - Essor du marché immobilier (à l'aide de prêts bancaires)
 - Pourquoi?
 - Pas d'augmentation des garanties
 - Les principaux prêteurs (banques) ne sont pas conçus pour accorder des prêts sur la valeur actuelle nette des projets

Pakistan : afflux de liquidités après le 11 septembre



Pakistan : afflux de liquidités après le 11 septembre



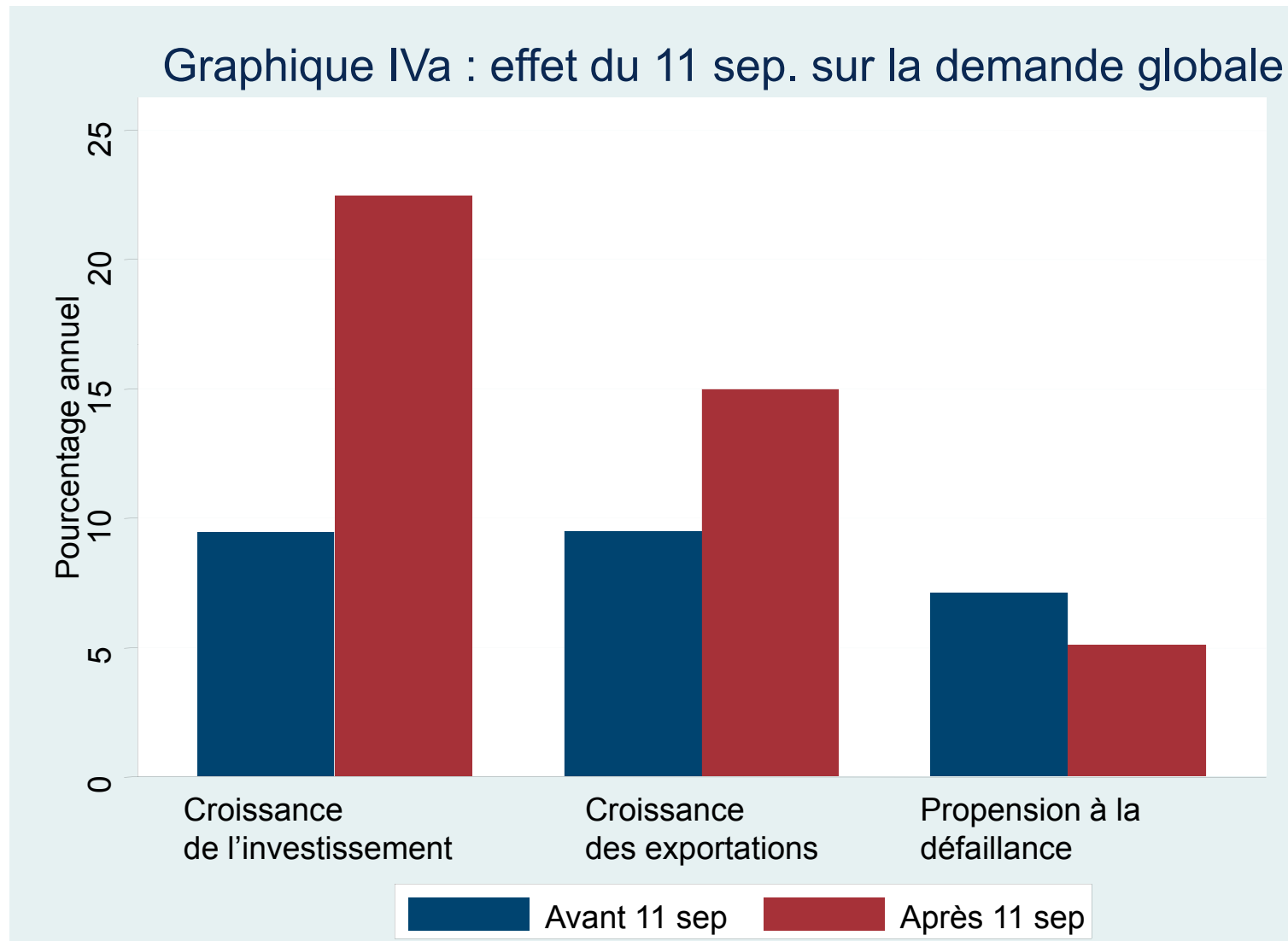


Pakistan : afflux de liquidités après le 11 septembre

Graphique IIIb: réserves de change du Pakistan, en millions de dollars EU

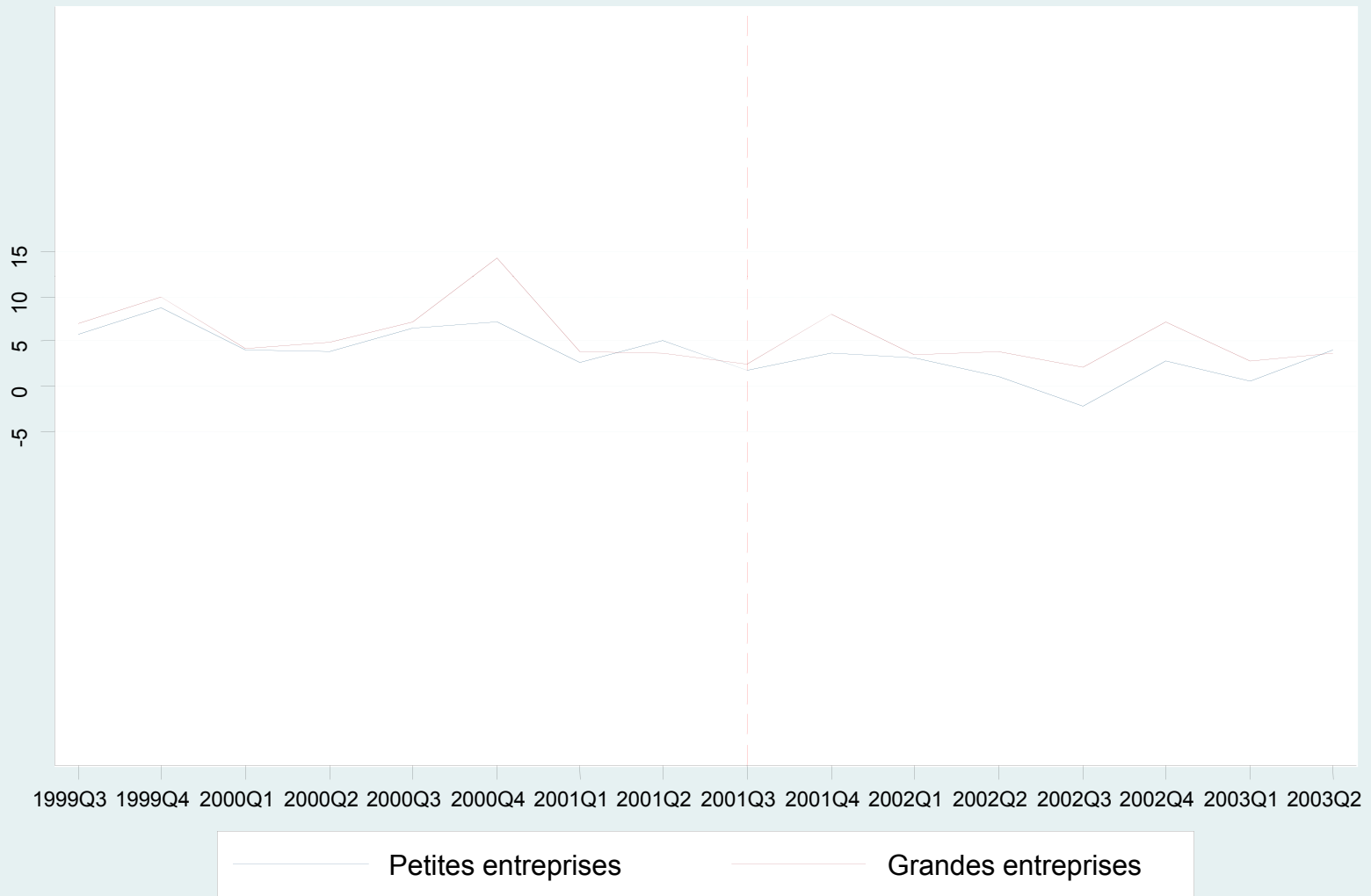


Pakistan : bond de la demande globale après le 11 septembre



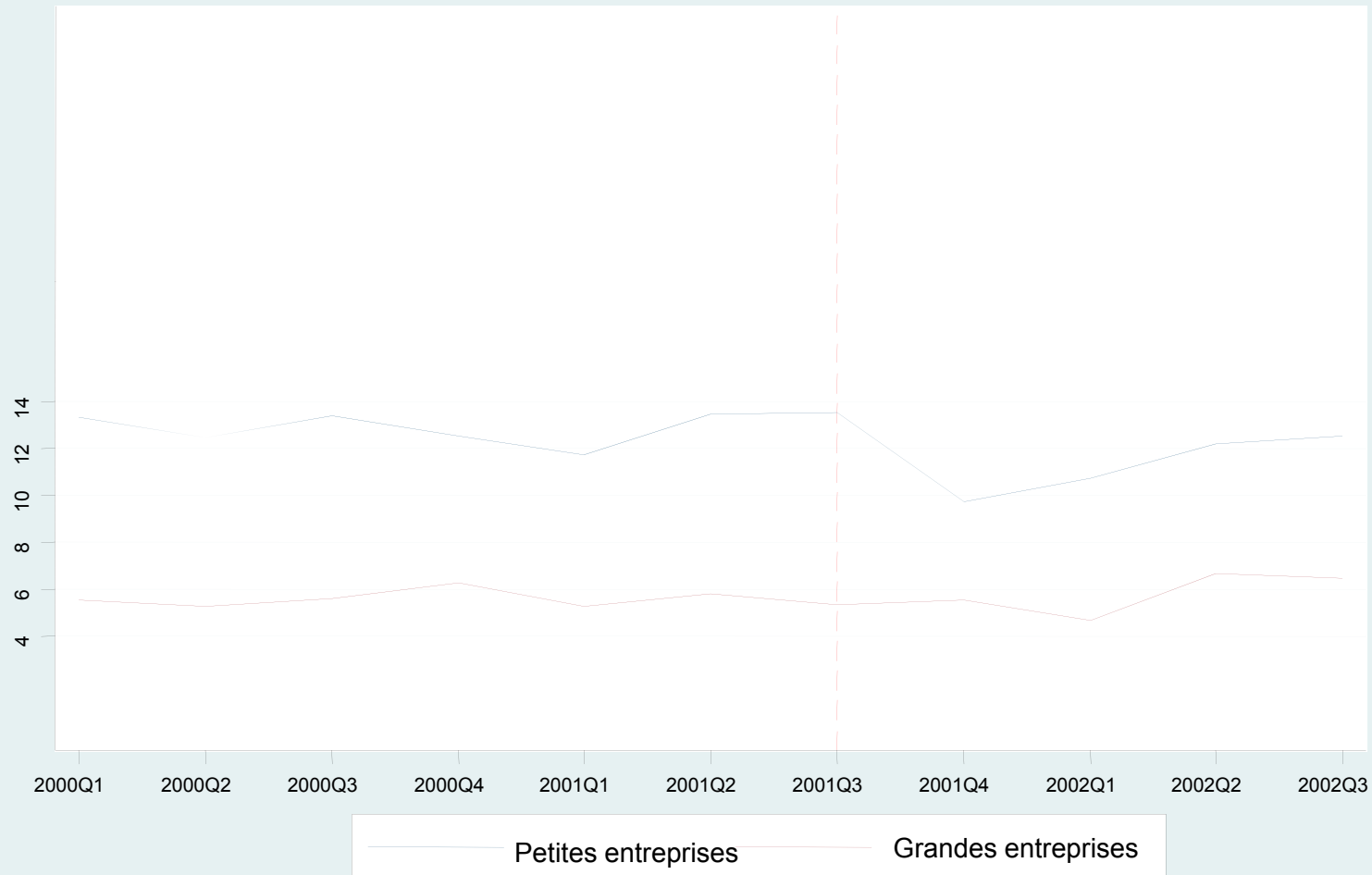
Prêts aux entreprises (existantes)

Graphique V(a): croissance des prêts en % d'un trimestre à l'autre – entreprises agrégées selon leur taille



Prêts à de nouvelles entreprises

Graphique V(b): taux d'entrée en % d'un trimestre à l'autre, entreprises agrégées selon leur taille



11 septembre et Pakistan – bulle boursière?

Graphique IVb: niveaux de clôture de l'indice de la bourse de Karachi



Données microéconomiques : rente et dons aux partis politiques

- Prêts à des parties liées :
 - Mexique – (Laporta et al. Qrtly Jrnl of Ec, 2003)
 - 20% des prêts à des entreprises sous le contrôle de propriétaires de banques
 - Taux d'intérêt inférieur de 4 points, risque de défaillance supérieur de 33% et taux de recouvrement inférieur de 30%
- Corruption politique :
 - Pakistan: (Khwaja & Mian, Qrtly Jrnl of Ec, 2005)
 - Données sur tous les prêts accordés dans un pays émergent – Pakistan – sur 5 ans:
 - Les entreprises avec des connections politiques reçoivent plus de prêts (45%) ET ont un taux de défaillance plus élevé (50%)
 - Coûts *annuels* pour l'ensemble de l'économie estimés à 1,6% du PIB

Finance et croissance

- Finance et entrepreneuriat/croissance :
 - Une intermédiation financière déficiente conduit à des possibilités d'investissement “perdues”
 - Un meilleur financement débloque le potentiel d'entrepreneuriat

- Important aussi (mais nous n'en parlerons pas aujourd'hui)
 - **Finance et réduction de la pauvreté :**
 - Les pauvres ont un accès limité aux instruments d'emprunt, d'épargne, d'assurance, etc.
 - Par exemple, lissage de la consommation/des chocs, prêts à l'éducation, assurance climat/santé
 - Révolution du micro-crédit et de la micro-finance

Finance et croissance

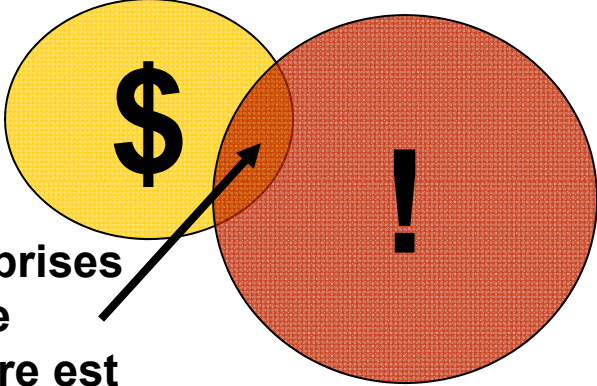
- Données macroéconomiques :
 - Relation positive (et causale) entre le développement financier et la croissance économique (*Ross Levine – Jrnl of Ec Lit 97*)
- Données microéconomiques :
 - Petites entreprises – crédit limité
 - Intermédiation financière déficiente dans les pays émergents (inefficience, rente) – coûts élevés pour l'ensemble de l'économie
- Comment la finance influe sur la croissance :
 - Frictions sur les marchés (coûts d'information & de transaction) → Limite la capacité des marchés financiers de mobiliser l'épargne, d'allouer les ressources, etc. → freine la croissance (accumulation de technologies)
- Grandes différences entre pays/temps pour ce qui est de la qualité et des instruments de financement

Intermédiation financière

- Intermédiation financière (propice à la croissance)?

Mettre en rapport  *l'argent*  *et les idées :* 

- Pourquoi est-ce nécessaire?
 - Parce que, en général, la distribution de la richesse et celle des idées ne coïncident pas pleinement :


**Ce sont les seules entreprises
qui existent lorsque
l'intermédiation financière est
déficiente**

- Pourquoi les pays où l'intermédiation financière est déficiente ont des conglomérats familiaux, des entreprises sous contrôle étranger
- Peu d'entreprises productives, fortes inégalités, capital improductif, et beaucoup d'idées rentables perdues

Intermédiation financière

- Comment?
 - Formelle :
 - Financer directement les entrepreneurs : banques, capital-risque, marchés boursiers, investisseurs providentiels/de démarrage
 - Sergey Brin & Larry Page, Google
 - Financer des entreprises qui engagent des entrepreneurs
 - Employés deGoogle
 - Informelle :
 - Famille et amis, organismes de crédit, crédit commercial, cartes de crédit

Pourquoi est-ce si difficile?

■ **Problème de sélection :**

- L'investisseur doit découvrir et évaluer les idées
 - Découvrir : comment trouver les entrepreneurs potentiels?
 - Évaluer : comment déterminer la valeur future d'une idée?
- Très coûteux :
 - Banques – antécédents de l'emprunteur; capital-risque – contrôle préalable

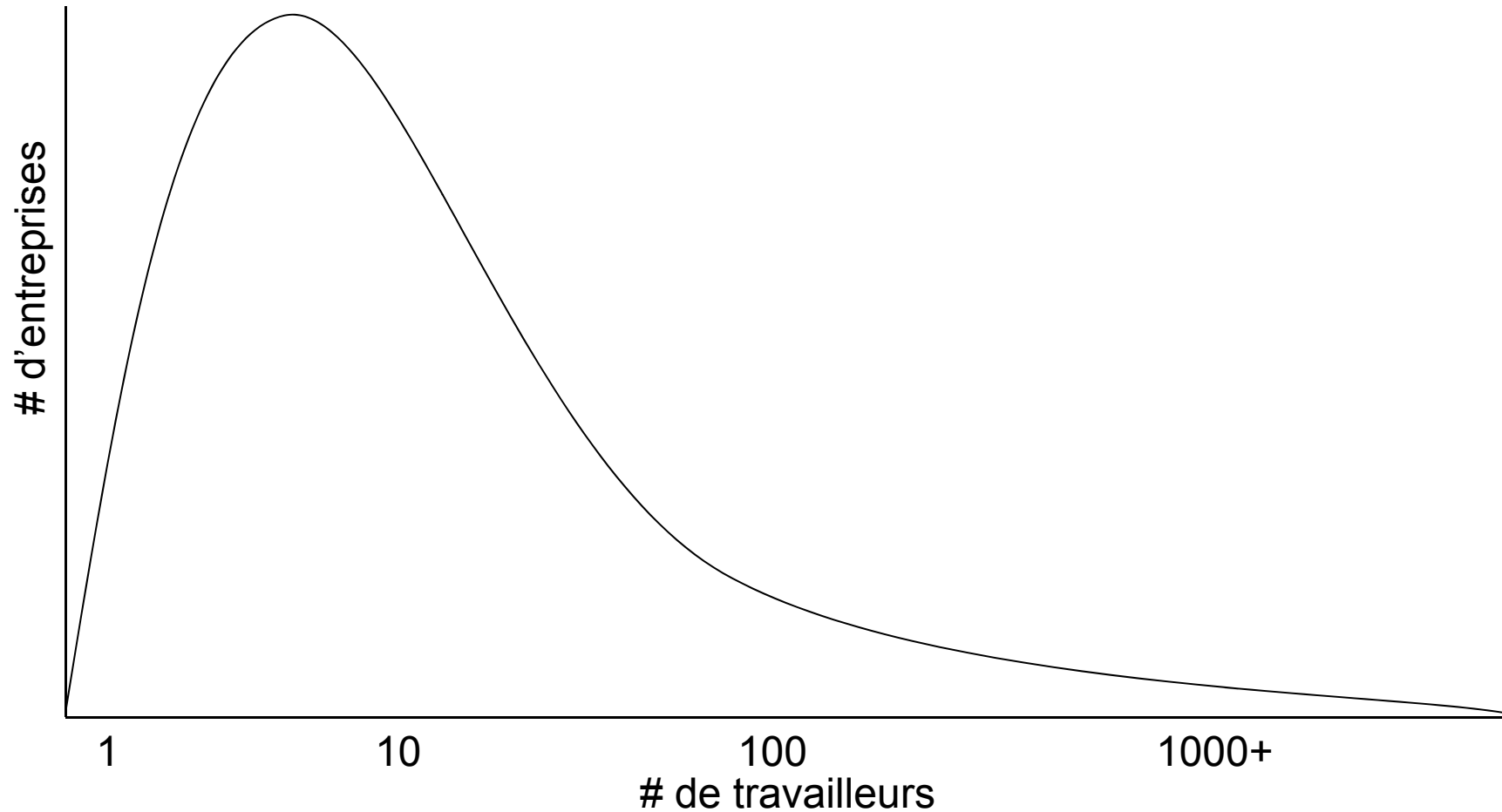
■ **Problème du suivi :**

- Garantir le retour sur capital investi
 - Aléa moral – l'entrepreneur pourrait utiliser à mauvais escient ou cacher l'argent
- Très coûteux
 - Banques – garantie; capital-risque – suivi direct

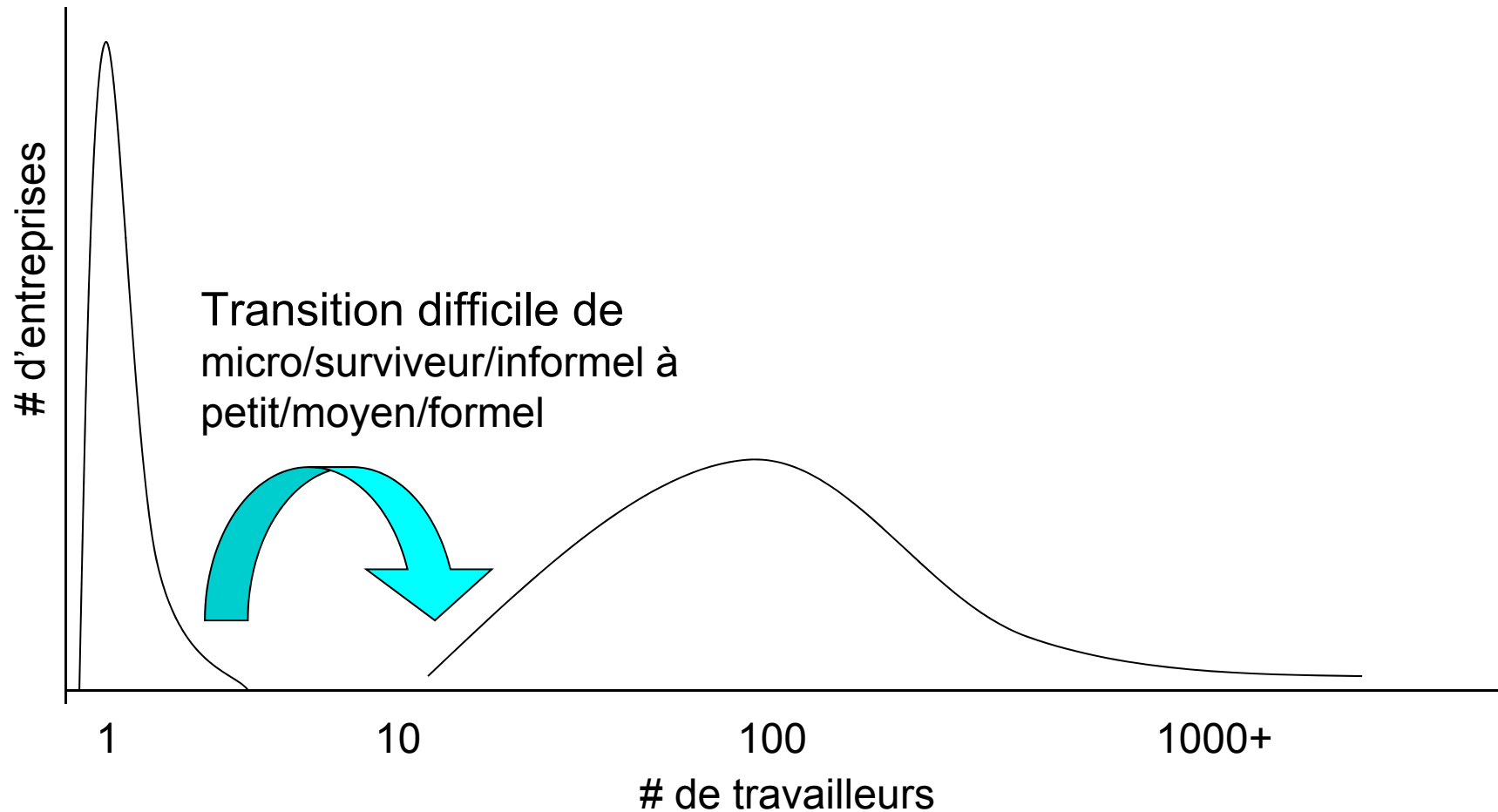
■ **En conséquence de ces problèmes d'information :**

- Peu de financement pour les “pauvres intelligents” dans les pays en développement
 - Manque d'entreprises moyennes (“Missing Middle”)
-

Distribution habituelle de la taille des entreprises dans les pays riches



Distribution habituelle de la taille des entreprises dans les pays riches – manque d’entreprises moyennes (“Missing Middle”)

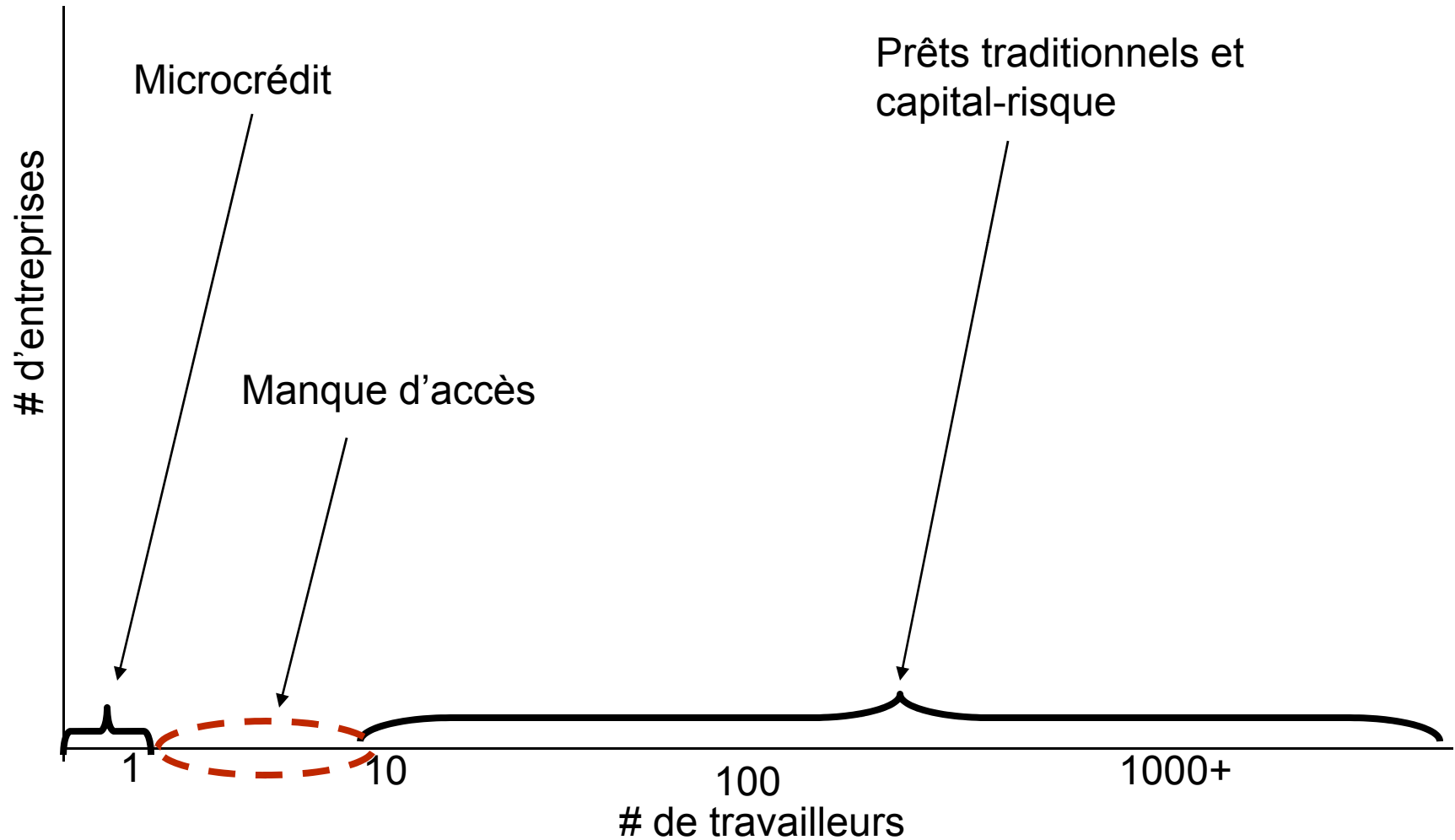


Financer les entreprises moyennes?

- Le financement est l'obstacle principal, notent systématiquement les entreprises (Investment Climate Surveys – Banque mondiale)
- Pourtant, il y a des rendements très élevés
 - Données robustes et cohérentes dans un large éventail de pays
 - Banerjee & Duflo 2003 (Inde)
 - McKenzie & Woodruff 2006 (Mexique)
 - de Mel, McKenzie & Woodruff 2007 (Sri Lanka)
- Rendements de plus de 5% *par mois* (80% *par an*)
- Perte énorme de potentiel
 - 3,6 mille milliards de dollars de PIB manquant!
 - 3 millions de nouveaux emplois en Indonésie, 1 million en Égypte, 8 millions au Brésil, etc.

Pourquoi ces entreprises ne sont-elles pas financées?

On en a déjà parlé : sélection et suivi



Microcrédit?

- Le microcrédit permet aux pauvres de lancer des microentreprises informelles avec 0 travailleur
- MAIS les microentreprises deviennent rarement des PME (stratégie de survie- stratégie opportuniste) et leur productivité reste faible (Brookings, 2007)
- Le microcrédit résout les problèmes de sélection et de suivi grâce à la coresponsabilité :
 - Sélection – un groupe/emprunteur local recense les “bons” emprunteurs
 - Suivi – un groupe/emprunteur local surveille les emprunteurs
- Pourquoi le microcrédit et les prêts de groupe ne fonctionnent pas pour ces entreprises :
 - La coresponsabilité n’est pas aussi efficace au moment de l’application t
 - Les montants nécessaires sont trop élevés
 - Les prêts de groupe tolèrent trop peu le risque et ont une structure d’échéance trop courte pour les dépenses en capital



Banques?

- Posez-vous la question suivante :
 - Quelle est la probabilité que les fondateurs de Google (Sergey & Larry) aient pu obtenir un prêt bancaire pour lancer Google?
- Pour l'essentiel, les banques sont conçues pour prêter de l'argent contre de l'argent :
 - Garanties nécessaires
 - Antécédents des emprunteurs :
 - La plupart des entreprises dans les pays à faible revenu n'ont pas de tels antécédents
 - Paradoxe de l'oeuf et de la poule – comment les “pauvres intelligents” peuvent-ils avoir des antécédents d'emprunteur si personne ne leur accorde de prêt?
 - Les banques se soucient moins de la valeur future des entrepreneurs que de leur valeur nette actuelle
- De plus en plus de données montrent que les banques caractérisées par la maximisation de la rente et des inefficiences répondent aux besoins des grandes entreprises

Capital-risque?

- Se soucie du potentiel des entrepreneurs
- Appétit pour les financements novateurs
- Sélection des bonnes idées et suivi par les prises de participation

- MAIS :
 - Processus de sélection long et coûteux
 - Parce que le taux d'échec doit être faible
 - Et que les mécanismes de sélection ne sont pas automatisés
 - Trop coûteux pour les entreprises moyennes

 - Bénéfices obtenus par la “sortie” (vendre ou inscrire à la cote)
 - Possibilités de sortie limitées pour les entreprises moyennes

Innovations financières – que peut-on faire?

- À améliorer :
 - Moyens de sélection et d'évaluation moins coûteux et automatisés
 - Prise en compte du potentiel (sans sortie)
- Enseignements des pays avancés?
 - Principale innovation aux États-Unis face au manque d'entreprises moyennes
 - Traiter les petites entreprises comme des particuliers (comme le capital-risque le fait):
 - Juger la personne***
 - Ne pas évaluer les plans d'entreprise et évaluer les flux de trésorerie (coûteux)
 - Mais accorder des prêts sur la base d'un modèle de crédit qui repose principalement sur les antécédents individuels du propriétaire en matière de crédit (Fair Isaac)
 - L'innovation est fondamentale car elle réduit les coûts (remplacer les agents de crédit par des modèles d'évaluation de la solvabilité)
 - Pas surprenant car une grande partie des entreprises aux États-Unis reposent sur une dette de carte de crédit

Donc, c'est tout?

- Pourquoi les pays en développement ne peuvent-ils pas faire la même chose?
 - Il n'y a pas (encore) assez d'antécédents détaillés en matière de crédit
 - De nouveau, paradoxe de l'oeuf et de la poule
 - On peut attendre, mais combien de temps et à quel prix?

Opportunités

- Innovation en matière d'information :
 - Trouver des moyens **bon marché** (automatisés) de repérer des idées et des entrepreneurs
 - Mais sans recourir à la richesse, aux antécédents en matière de crédit, aux relations familiales
- Ensuite, s'assurer à **faible coût** que :
 - L'entrepreneur s'efforce de réussir
 - L'entrepreneur ne s'enfuit pas avec l'argent
- Incorporer ce qui précède dans un outil financièrement viable et rentable :
 - Banques, sociétés de capital à risque et fonds doivent considérer qu'il s'agit d'une opportunité rentable pour un effet d'échelle
 - Cette innovation pourrait débloquer des milliards de capitaux improductifs dans le monde et (encore plus) des idées inutilisées dans les pays à faible revenu

Quelques idées sur lesquelles nous travaillons

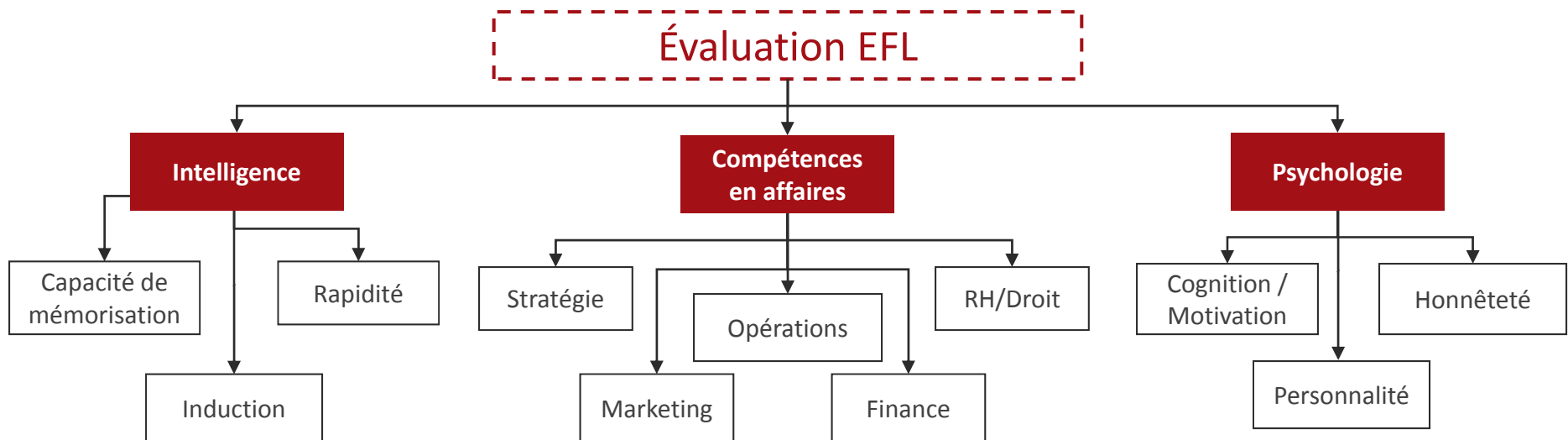
- Innovation en matière de sélection :
 - Sociétés de capital à risque : avoir une assez bonne idée des capacités de l'entrepreneur en 15 minutes
 - Utiliser des outils d'évaluation psychométrique pour automatiser
 - “Mesurer” les capacités de l'entrepreneur, etc.
 - Courant, commercialement viable dans d'autres contextes (tests d'emploi, etc.), empiriquement lié au succès de l'entrepreneur
 - Tests conçus pour éviter les manipulations
 - Établir une base de données (comme FICA, etc.)
- Innovation financière :
 - Subventionner les investissements infructueux avec les succès (80% par an)
 - Mettre en rapport avec les **micro-participations** pour tenir compte du potentiel
 - Mettre en rapport avec les fonds d'investissement socail et la finance islamique

Pourquoi cela peut fonctionner

- Les études sur l'entrepreneuriat font apparaître un ensemble de résultats cohérents
 - Pour des échantillons bien plus difficiles à évaluer :
 - Distinguer les gestionnaires efficaces et les entrepreneurs efficaces
 - Plus grande variance de compétence parmi les propriétaires de PME dans les pays en développement, lien plus étroit entre l'entrepreneur et les résultats de l'entreprise
 - En fait, les études sur ce groupe particulier font apparaître des résultats encore *plus marqués*
 - Par exemple, Frese et al en Afrique du Sud, au Zimbabwe et en Namibie, Mel McKenzie & Woodruff au Sri Lanka, et nos propres résultats (Business Partners) en Afrique du Sud
- 30% des entreprises américaines utilisent les services des 2.500 entreprises qui offrent des tests d'emploi
 - La forte adoption par le marché et des évaluations universitaires indiquent que ces tests sont assez efficaces
 - En dépit des incitations, pour ceux qui les passent, à manipuler les tests

Travaux préliminaires

- Nous testons actuellement l'idée suivante - **Entrepreneurial Finance Lab – Research Initiative @ Harvard**
www.cid.harvard.edu/eflri
 - ❑ Évaluation automatisée de 30-40 minutes
 - ❑ Les demandeurs de prêt passent le test sur un ordinateur à écran tactile
 - ❑ Analyse de diverses dimensions : intelligence, compétences en affaires et paramètres psychologiques



Travaux préliminaires

- Solides indications jusqu'à présent :
 - Peut réduire les taux de défaillance de 25-40% par rapport au processus de sélection standard
 - Réduit le coût de la sélection
 - Élargit le marché
 - Validation : plus de 1.500 clients, 8 établissements financiers (microfinance, PME et capital à risque), 7 pays, 2 continents & 8 langues

- Élargir à d'autres marchés/banques (Standard Bank, etc.)

Conclusion – Diversification financière

- Énorme possibilité de croissance si on peut financer les entreprises moyennes manquantes :
 - Enjeu : 3,6 mille milliard de dollars

- Les outils existants sont insuffisants :
 - MAIS tout le monde essaie :
 - Microfinance accroît l'échelle; banques/capital à risque la réduisent

- Besoin de diversification et d'innovation financière
 - Exemple – sélection psychométrique; micro-participation

- Expérimenter ne coûte pas cher (surtout pour les pays riches en ressources)

- Et si ça marche, le gain est **énorme**