

# Le Monde

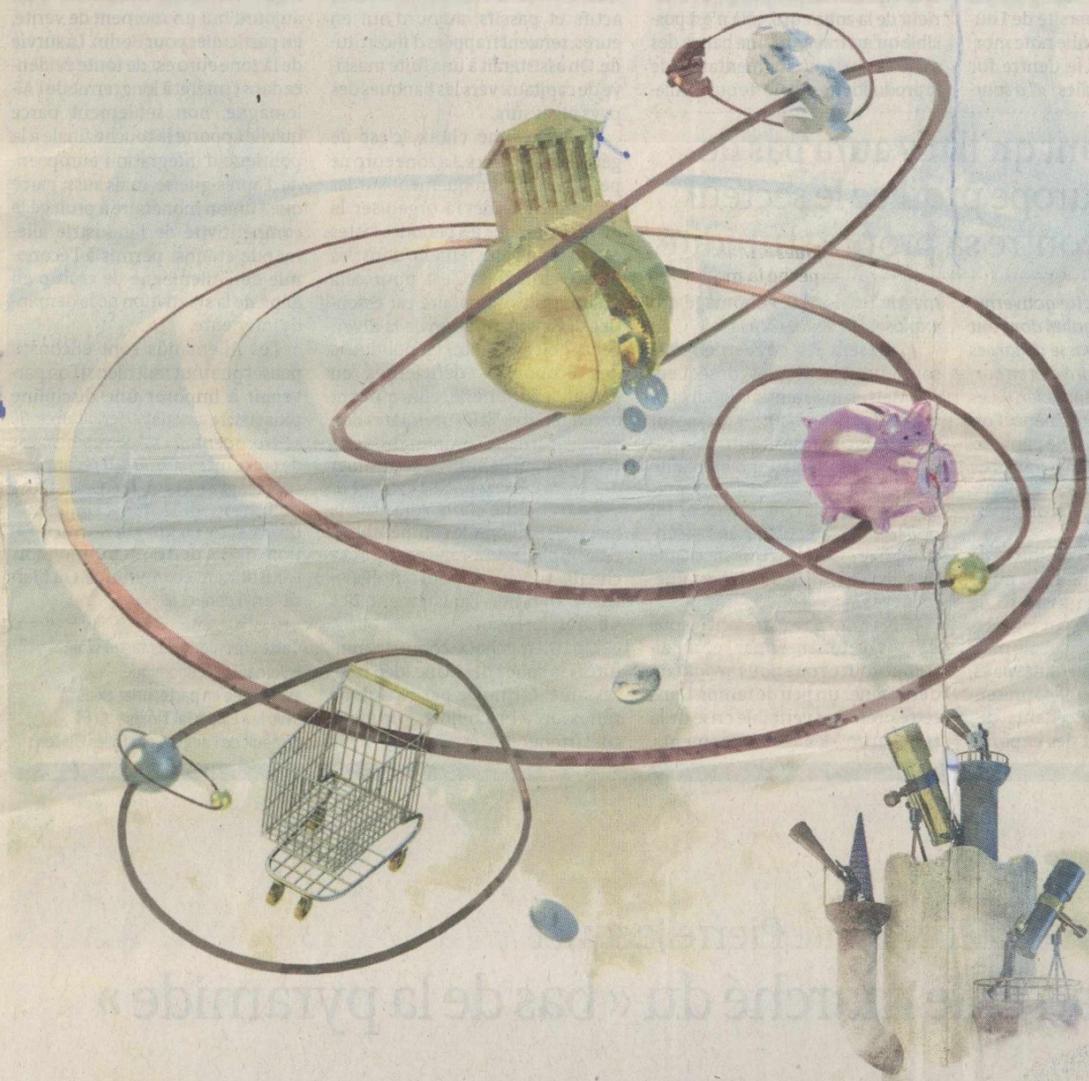
# Economie

Opinions et stratégies, acteurs et entreprises

## Le Prix 2010 du meilleur jeune économiste

Emmanuel Saez, lauréat

Patricia Crifo, Alfred Galichon et Romain Rancière, nominés



Depuis la crise, la profession des économistes se trouve collectivement interpellée : on lui reproche pêle-mêle son incapacité à anticiper la crise, dans sa globalité comme dans son déroulement, son excès de confiance dans

### Dossier

l'efficacité des marchés et son indulgence pour les comportements des financiers, l'excessive spécialisation de ses chercheurs qui les contraint à ne débattre qu'entre eux, la faible utilité prati-

que de leurs préconisations, de plus rarement consensuelles... Les économistes ne sont pas vilipendés, ni haïs comme le sont les banquiers, ils sont plutôt moqués, à la fois pour leurs insuffisances et leur suffisance.

Les économistes sont prêts à reconnaître qu'ils ont été désorientés par les avatars de la crise : subprimes en 2007, problèmes de liquidité et de solvabilité des organismes financiers en 2008, risque de dépression en 2009, attaques sur les dettes souveraines en 2010, en attendant la suite... La collection des Cahiers du Cercle des économis-

tes a elle-même publié le 17 février un numéro intitulé *A quoi servent les économistes ?*, sous la direction de Christian de Boissieu et Bertrand Jacquillat, (PUF, 112 pages, 15 euros).

Cette publication admettait la pertinence de beaucoup des critiques émises à l'égard de la profession, d'autant plus justifiées que celle-ci a pris une place croissante dans le débat public, tout en expliquant que certains économistes avaient émis de fortes alertes et qu'après tout, au moins à ce stade, aucun drame ne s'était encore produit, notamment par comparaison aux années 1930.

Depuis sa création en 2000, le Prix du meilleur jeune économiste décerné par le Cercle des économistes, en partenariat avec *Le Monde* et le Sénat, a cherché à distinguer à la fois l'excellence académique et la participation au débat public visant l'éclairage des décisions de politique économique. Cette année, plus encore que les précédentes, le jury, présidé par Jean-Michel Charpin, a pris en considération l'utilité potentielle des travaux des candidats pour aider à imaginer et organiser la sortie de crise.

Le Cercle des économistes  
►►► Lire la suite page 4

Martin Wolf p. 2  
L'Europe joue son avenir à quitte ou double

Chronique p. 3  
« A-t-on sauvé la Grèce... ou les banques ? », par Paul Seabright

Stratégie p. 6



Comment Findus et d'autres entreprises agissent en faveur de la biodiversité

Jean Pisani-Ferry



## Au-delà de la dette, la compétitivité



Le 9 mai restera dans l'histoire monétaire européenne comme le jour où les tabous ont été jetés à la rivière. Après des semaines d'arguties, l'Europe a brutalement créé une ligne de crédit de 500 milliards d'euros pour aider les Etats en difficulté. Et après avoir constamment rejeté les politiques dites non conventionnelles, la Banque centrale européenne (BCE) a fait volte-face et lancé un programme d'achat d'obligations.

Si ces décisions ont été prises – et elles devaient l'être – c'est qu'à force de faire trop peu et trop tard, les institutions de la zone euro avaient dilapidé leur crédibilité. Il ne restait qu'à appliquer la doctrine militaire de Colin Powell, l'ex-secrétaire d'Etat du président américain George W. Bush : déployer une force écrasante, potentiellement illimitée. C'est ce qui a été fait avec succès.

En Allemagne, cependant, le quotidien populaire *Bild* titrait, lundi 10 mai, « Nous sommes redevenus les idiots de l'Europe », et le gouverneur de la Bundesbank prenait ses distances avec la décision de la BCE, évoquant des risques pour la stabilité.

Il existe deux versions de ce scénario catastrophe. La première met en avant la violation de principes fondateurs de l'euro : l'absence de coresponsabilité sur les dettes publiques, et la séparation entre politique monétaire et politique budgétaire. Beaucoup, en Allemagne, voient l'assistance financière comme une première étape vers une mutualisation des déficits, et la décision de la BCE comme la première étape vers une monétisation des dettes – une autre manière de taxer, mais par l'inflation.

Cette lecture est contestable. Les Etats de la zone euro n'ont pas davantage assumé la responsabilité des dettes de leurs partenaires que ne le fait le Fonds monétaire international (FMI). Les achats de titres par la BCE n'impliquent pas une expansion permanente de la masse monétaire. Et comme les mesures d'assainissement adoptées en Grèce sont les plus dures qui aient jamais été mises en œuvre, il est curieux de prétendre que son expérience servira d'invitation à la débauche. Au contraire, les Européens ont appris que le FMI n'est pas seulement une police financière pour le tiers-monde. Enfin, le fait même que les pays partenaires se mobilisent sera demain une justification puissante pour plus de discipline budgétaire dans la zone euro.

Mais la doctrine Powell stipule aussi qu'avant de s'engager il faut avoir une stratégie de sortie. C'est ici qu'intervient la deuxième version du scénario catastrophe : la mutualisation et la monétisation des dettes resteront des menaces tant que dureront les déséquilibres qui sont à l'origine de cette crise.

Cette version est beaucoup plus convaincante. Même si le programme grec réussit, le ratio de dette d'Athènes approchera 150 % du produit intérieur brut (PIB) dans trois ans, et la compétitivité, qui est gravement détériorée, se sera à peine améliorée.

►►► Lire la suite page 2

### Annonces

Paroles d'experts Emploi senior Page 9  
Dirigeants ■ Finance, administration, juridique, RH ■ Banque assurance  
■ Conseil, audit ■ Marketing, commercial, communication ■ Santé ■ Industries et technologies ■ Carrières internationales  
Multiposte ■ Collectivités territoriales  
Pages 7 à 10

Consultez notre site : [www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr)

Le Monde  
Dossiers & Documents  
POUR RÉUSSIR VOS EXAMENS

Mai 2010

### Justice

La réforme en question

### Sciences

Du papier au tout-numérique

### Littératures

Roland Barthes, épris de sens



[www.lemonde.fr/dosdoc](http://www.lemonde.fr/dosdoc)

2,95

Dettes et compétitivité

►►► Suite de la chronique de Jean Pisani-Ferry

Quant aux autres pays aujourd'hui sous-compétitifs, comme l'Espagne, le Portugal, mais aussi l'Italie et la France, ils auront accumulé de la dette et n'auront probablement pas retrouvé leur compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne : si l'on en croit les récentes prévisions de la Commission, celle-ci continuera de se dégrader en 2010-2011 pour tous les pays de la zone euro, à l'exception de l'Irlande. Or, sans perspectives de croissance économique et de désendettement, les marchés ne prêteront pas.

Le problème de la dette est le plus facile à résoudre : il suffirait de la renégocier à la baisse. Mais l'Europe s'y refuse, de peur d'aggraver la situation des banques. Il va pourtant falloir l'envisager avant que la Grèce ne recommence à émettre, début 2012, et même plus tôt si Athènes juge politiquement nécessaire de faire payer les créanciers étrangers. L'Union européenne serait donc bien avisée de créer un mécanisme pour organiser la restructuration des dettes.

Le problème de compétitivité est plus difficile, car l'Europe fait face à trois ambitions mutuellement incompatibles : les partenaires de l'Allemagne ont besoin de regagner en compétitivité vis-à-vis d'elle, l'Allemagne veut, au nom de sa compétitivité externe, freiner la croissance des salaires, et l'objectif de la BCE est une inflation moyenne voisine de 2%. Ainsi, l'inflation ne peut pas être à la fois en dessous de 2% en Allemagne, en dessous de l'inflation allemande chez ses partenaires, et en moyenne de 2%. Il serait très dommageable de maintenir une partie de la zone euro en situation de sous-compétitivité, mais aussi que la BCE manque sa cible de manière répétée.

La conclusion est que, avec la reprise, l'inflation allemande va devoir passer durablement au-dessus de 2%. Ce n'est pas un scénario très agréable pour Berlin. Mais les autres scénarios sont pires. ■

Jean Pisani-Ferry, économiste, est directeur de Bruegel, centre de recherche et de débat sur les politiques économiques en Europe. Courriel : chronique@pisani-ferry.net



L'éclairage La zone euro n'a gagné que peu de temps. Le moment est venu d'apporter une touche finale à l'intégration

L'Europe à quitte ou double

Par Martin Wolf

Le dispositif financier annoncé le 9 mai par les gouvernements européens est spectaculaire. La question est de savoir s'il apportera une réponse autre que temporaire. La réponse est non. Telle qu'elle a été conçue à l'origine, la zone euro a échoué. Elle ne réussira que si elle est profondément réformée.

Certes, les mesures prises rendent beaucoup plus coûteux le fait de parier contre la dette des gouvernements faibles, et les marchés l'ont d'ailleurs reconnu. La dette publique de la zone euro est, par rapport au produit intérieur brut (PIB), légèrement inférieure à celle des Etats-Unis. Si les gouvernements solvables décident de soutenir les moins solvables, ils peuvent le faire. En tout cas pour l'instant.

Mais pourquoi a-t-il été nécessaire de procéder à une intervention aussi radicale ? Parce que l'on est très loin, en définitive, de ce que les architectes de la zone euro avaient en tête au départ. Le projet d'union monétaire reposait en effet sur trois idées essentielles : la première, que des limites définies par traité contiendraient les déficits budgétaires des différents membres ; la deuxième, que si cela échouait, les déficits seraient contenus par la clause interdisant les sauvetages ; et la troisième, que les économies des membres de la zone finiraient par converger au fil du temps. Aucun de ces points, hélas, ne s'est avéré.

Tout d'abord, les limites sur les déficits fixées par les traités se sont révélées à la fois inefficaces et mal ciblées. Elles ont été ignorées. Cela a été spectaculairement vrai de la

Grèce, qui a trafiqué ses chiffres. Elles se sont révélées mal ciblées, car certains pays aujourd'hui en déficit, notamment l'Espagne, ont respecté sans difficulté les critères budgétaires aussi longtemps que leur économie de bulle a été en expansion : l'Espagne a enregistré un excédent budgétaire en 2005, 2006 et 2007.

En deuxième lieu, pendant longtemps, les marchés n'ont pas prêté attention à l'apparition de la fragilité budgétaire, notant de façon identique toutes les obligations de la zone euro. Comme le souligne Paul De Grauwe de l'université de Louvain (Belgique) dans une note mordante rédigée pour le Centre for European Policy Studies : « La sou-

En affirmant qu'il n'y aura pas de défaut, l'Europe protège le secteur financier contre sa propre stupidité

ce de la crise de la dette gouvernementale est la prodigalité dont ont fait preuve dans le passé de larges segments du secteur privé, et en particulier du secteur financier. » Les marchés financiers ont financé l'orgie et, aujourd'hui, pris de panique, ils refusent de financer le travail de nettoyage que cela nécessite. A chaque étape, ils ont agi de façon procyclique.

Troisièmement, l'histoire de l'économie de la zone euro a par conséquent été une histoire de divergence et non de convergence. La balance extérieure globale masque le fait que certains pays, notamment l'Allemagne, présentaient d'énormes excédents des comptes courants et des exporta-

tions de capitaux correspondantes, alors que d'autres pays, notamment l'Espagne, se trouvaient dans une situation inverse. Dans les pays ayant une demande intérieure faible et un bas niveau d'inflation, les taux d'intérêt réels étaient élevés ; dans les pays avec une forte demande intérieure et une inflation plus forte, les taux étaient faibles. Il en a résulté non seulement d'énormes déficits budgétaires, maintenant que les dépenses du secteur privé se sont effondrées, mais aussi la nécessité de retrouver la compétitivité perdue. Or, à l'intérieur de la zone euro, cela n'est possible qu'au travers d'une baisse des salaires ou d'une augmentation de la productivité plus forte qu'en Alle-

magne (et donc un chômage qui explose), ou des deux à la fois.

A présent les gouvernements sont aux prises avec les conséquences. Mais en insistant sur le fait qu'il n'y aura pas de défaut, ils protègent le secteur financier contre sa propre stupidité. On attend en réalité des populations des pays en attente qu'elles paient. Cela s'avèrera-t-il une solution acceptable en l'absence d'un retour à la croissance dans les pays en difficulté ? Certainement pas.

Alors que faire à présent ? Nous devons commencer par reconnaître que tout ce que nous avons fait, c'est gagner un peu de temps. Dans cette première véritable crise de la zone euro, les gouvernements,

devant le tarissement des ressources financières, ont été conduits à prendre des mesures désespérées pour éviter les défauts.

A présent ils sont confrontés à de grands choix.

Le premier, et le plus fondamental, c'est de savoir s'il faut aller vers une plus grande intégration ou vers la désintégration. La réponse doit évidemment être l'intégration. Bien entendu, il est possible d'imaginer un retour aux monnaies nationales, mais cela entraînerait l'implosion du système financier, car les corrélations entre actifs et passifs, aujourd'hui en euros, seraient frappées d'incertitude. On assisterait à une fuite massive de capitaux vers les banques des pays jugés sûrs.

Le deuxième choix, c'est de gérer la divergence. La zone euro ne peut compter uniquement sur les marchés. Elle devra organiser la divergence dans les périodes fastes et amortir l'ajustement dans les passes difficiles. C'est pour cela qu'un fonds monétaire est essentiel. Cette organisation de la divergence doit influencer les politiques des économies déficientes en demande de celles qui sont excédentaires. Et les premières doivent désormais comprendre ceci : pourquoi, en définitive, accumuler des actifs étrangers sans valeur ?

Le troisième choix concerne la façon d'améliorer la compétitivité. Cela implique une réforme du marché du travail, et pourrait également signifier l'ajustement des salaires nominaux.

Quatrième choix : comment renforcer la solidarité ? Une idée intéressante, formulée par le club de réflexion bruxellois Bruegel, consisterait à ce que les pays de la

zone euro mettent en commun jusqu'à l'équivalent de 60% du PIB de leurs dettes nationales, ce qui donnerait naissance à l'un des deux plus grands marchés de dette publique du monde.

Le dernier choix, enfin, est de déterminer la façon de restructurer l'excédent de dette. Une telle restructuration doit être autorisée, car son interdiction génère un risque subjectif majeur, non pas chez les politiciens comme on le craint, mais chez les financiers.

Comme l'a bien montré mon collègue Wolfgang Münchau, c'est aujourd'hui un moment de vérité, en particulier pour Berlin. La survie de la zone euro est de toute évidence dans l'intérêt à long terme de l'Allemagne, non seulement parce qu'elle apporte la touche finale à la politique d'intégration européenne d'après-guerre, mais aussi parce que l'union monétaire a protégé la compétitivité de l'industrie allemande et ainsi permis à l'économie de l'Allemagne de croître en dépit de la stagnation de la demande intérieure.

Les Allemands sont enclins à penser que tout irait bien si l'on parvenait à imposer une discipline plus stricte aux pays déficitaires. Ils se trompent. La vraie réponse est de créer un système qui reconnaisse et réagisse à la réalité. Ce système doit être modifié afin de contenir la divergence, faciliter la restructuration de la dette et promouvoir l'ajustement économique. Ou bien ce sera l'échec. ■

Cette chronique de Martin Wolf, éditorialiste économique, est publiée en partenariat exclusif avec le « Financial Times ». © FT. (Traduit de l'anglais par Gilles Berton)

Le livre Transition chinoise



Le Vampire du Milieu  
Philippe Cohen et Luc Richard  
Mille et une nuits,  
320 pages,  
18,50 euros

Faut-il avoir peur de la Chine ? La Chine s'est éveillée, et elle est en train d'endormir le reste du monde, affirment Philippe Cohen, rédacteur en chef à *Marianne*, et Luc Richard, essayiste et auteur de nombreux ouvrages sur la Chine. *Le Vampire du Milieu* se veut une enquête sur la réalité du régime chinois, et le nouveau pouvoir d'influence du pays de Confucius. Sa thèse ? La croissance chinoise ne nous apporte pas que du bonheur. Les auteurs, qui souhaitent provoquer le débat sur ce qu'ils appellent « l'arrogance » chinoise, décrivent un empire en transition, mais avide de puissance. « La Chine et son régime libéral-communiste, écrivent-ils, vampirisent les pays voisins comme les productions industrielles des pays éloignés. Elle vampirise par ses multiples contre-façons comme elle mêle intimidation et séduction envers le grand rival, les Etats-Unis. »

Un des points sur lesquels reviennent MM. Cohen et Richard est l'idée selon laquelle il faudrait « donner du temps » à la Chine pour qu'elle rejoigne peu à peu le peloton des démocraties développées. Mais les écarts de coûts de produc-

tion entre la Chine et l'Europe ne se sont pas réduits ; ils augmentent même, soutiennent les auteurs, chiffres à l'appui.

Malgré tout, comme tout vampire qui se respecte, la Chine a quelques points de vulnérabilité. Les auteurs en citent quatre : la bulle immobilière, une démographie défavorable, la dépendance vis-à-vis du dollar, et enfin la dégradation de l'environnement.

Jean-Louis Rocca, du Centre d'études et de recherches internationales (CERI) de Sciences Po, porte, lui, un regard très différent sur cette Chine dans l'entre-deux. Prudemment titré *Une sociologie de la Chine* (La Découverte, 125 p., 9,50 euros), son livre dresse un tableau synthétique des bouleversements sociaux intervenus depuis trente ans. La « problématique majeure » du pouvoir est aujourd'hui « la construction d'une stratification fondée sur l'existence d'une nombreuse classe moyenne » montre M. Rocca ; qui rappelle que la « moyennisation » de la société chinoise ne concerne pour l'instant que 15% ou 20% de la population... soit 300 millions de personnes. ■ Philippe Arnaud

Les acteurs de l'économie Pierre Jacquet Prahalad et le marché du « bas de la pyramide »

Né à Madras dans le Tamil Nadu (Inde) en 1941, Coimbatore Krishnarao Prahalad, professeur de management à l'université du Michigan jusqu'à son décès au mois d'avril, est mondialement connu pour son livre *The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty Through Profits*, publié en 2004. Il y attire l'attention sur le potentiel de profits que recèle le marché du « bas de la pyramide » constitué par les populations pauvres vivant avec quelques dollars par jour. Les entreprises privées, multinationales comprises, pourraient mobiliser ces profits en concevant et vendant des produits adaptés à ces populations, qui verraient s'améliorer leurs conditions de vie. M. Prahalad cite comme innovations exemplaires le conditionnement de produits sous des formes et à des coûts adaptés : petites doses de savon, d'aspirine ou de produits alimentaires, création de services de communication à bas prix, etc. Grâce aux débats qu'elles ont suscités et aux innovations auxquelles elles ont conduit, ces idées ont contribué à renouveler profon-

dément les politiques de réduction de la pauvreté.

L'approche de M. Prahalad a pourtant suscité de nombreuses critiques. L'impact de l'élargissement de la gamme des produits de consommation sur l'amélioration des niveaux de vie mérite d'être soigneusement documenté. A revenu réel donné, si on propose aux populations pauvres de nouveaux biens de consommation, ce sera au détriment d'autres dépenses qu'elles effectuaient ou d'une épargne difficilement constituée. Rien n'implique qu'un choix de consommation plus ouvert, qui peut être orienté par du marketing ou des envies mal maîtrisées, permette d'améliorer leur sort.

Impliquer les populations

La clé est à rechercher dans la baisse des coûts de production et les gains de pouvoir d'achat. C'est bien l'accroissement du revenu réel qui conditionne la sortie de la pauvreté. Pour Anel Karnani, collègue et critique de M. Prahalad à l'université du Michigan, une approche plus féconde consiste à mettre l'accent sur les possibilités offertes aux populations pauvres

de produire et de vendre, plutôt que d'acheter et consommer.

Deux idées fortes et complémentaires ressortent de ces débats.

La première consiste à adapter produits et services aux besoins et capacités des populations pauvres. Quel que soit l'intérêt manifesté par nombre d'entreprises pour l'approche « par le bas de la pyramide », leur démarche résulte moins de la recherche de maximisation des profits que d'une vision de long terme dans laquelle les impératifs sociaux ont une place plus importante. Cette approche s'apparente à « l'entrepreneuriat social », qui vise à produire des biens et services contribuant à l'intérêt général d'une façon efficace et pérenne, en couvrant les coûts de production. Elle suppose aussi d'investir dans la connaissance des modes de vie des populations pauvres, et de les associer à la définition de produits et de services adaptés.

La deuxième idée vise à impliquer davantage les populations pauvres dans la production de ces produits et services adaptés. L'une des innovations les plus marquantes est la transformation des modalités de production et de distribu-

tion pour répondre aux caractéristiques des marchés du « bas de la pyramide ». Cela implique souvent de se rapprocher physiquement de ces marchés et d'y localiser la production en y associant les populations. ■

Pierre Jacquet, Agence française de développement.

**Le Monde**  
Siège social : 80, bd Auguste-Blanqui  
75707 PARIS CEDEX 13  
Tél. : +33 (0)1-57-28-20-00  
Fax : +33 (0)1-57-28-21-21  
Télex : 206 806 F  
Edité par la Société éditrice du « Monde » SA,  
Président du directoire,  
directeur de la publication,  
directeur du « Monde » :  
Eric Fottorino  
La reproduction de tout article est interdite sans l'accord de l'administration. Commission paritaire des journaux et publications n° 0712C 81975.  
ISSN : 0395-2037  
Pré-presses Le Monde  
Impression Le Monde  
12, rue M.-Gunsbourg  
94852 Ivry Cedex  
Printed in France

Entreprise Pierre-Yves Gomez

## Le capitalisme anglo-saxon est-il plus efficace ?

Depuis près de trente ans, les économistes opposent le capitalisme européen au capitalisme anglo-saxon, surtout en matière de gouvernement d'entreprise. Pour le capitalisme européen, influencé par la tradition sociale-démocrate, les entreprises doivent tenir compte des intérêts des actionnaires mais aussi des autres parties prenantes. Le modèle allemand en est l'exemple type, puisque les salariés sont à parité avec les actionnaires dans les conseils de surveillance des grandes sociétés. La France, elle, intègre dans son droit des sociétés une référence à la fois à l'intérêt des actionnaires et à l'intérêt social de l'entreprise (code civil, article 1833).

Pour le capitalisme anglo-saxon, le gouvernement des entreprises doit être ordonné par les intérêts des actionnaires, car ce sont les seules parties prenantes à n'être rémunérées qu'en cas de bénéfice. Ils ont donc intérêt à faire pression sur les dirigeants pour que soit maximisé le profit. Cela suppose une optimisation de l'usage du travail et du capital, et rend les entreprises plus performantes.

### Dispersion du capital

La supériorité du capitalisme anglo-saxon serait donc due à la composition de l'actionariat des entreprises. Dans les pays anglo-saxons, le capital est très dilué. Aucun actionnaire ne peut donc imposer directement sa volonté aux entreprises. C'est le marché financier qui, en annulant les intérêts parfois contradictoires des investisseurs, oriente le collectif par une « main invisible ».

Ainsi, pour l'économiste Jean Tirole, l'existence de nombreux petits fonds d'investissement accroît la performance économique puisque, de manière mécanique, le marché alloue les financements aux meilleures entreprises (« Corporate Governance 2000 », *Econometrica*, 2001, vol. 69, 1).

Tout se passe comme dans une démocratie où aucun citoyen ne peut influencer directement le résultat du vote mais où la somme des votes, même opposés, fait émerger une direction commune considérée comme la moins mauvaise pour tous.

La force du capitalisme anglo-saxon est donc attribuée à la dispersion du capital. Par contraste, la faible performance des économies européennes est expliquée par la concentration de l'actionariat. Les entreprises y sont largement détenues par des Etats, des familles ou des banques. Les actionnaires étant peu nombreux, il est nécessaire de chercher des consensus entre eux et avec les

autres parties prenantes. La concentration du capital empêche de bénéficier pleinement de la fluidité et de la dynamique des marchés. Telle est l'évidence sur laquelle a été fondée l'opposition entre les deux capitalismes.

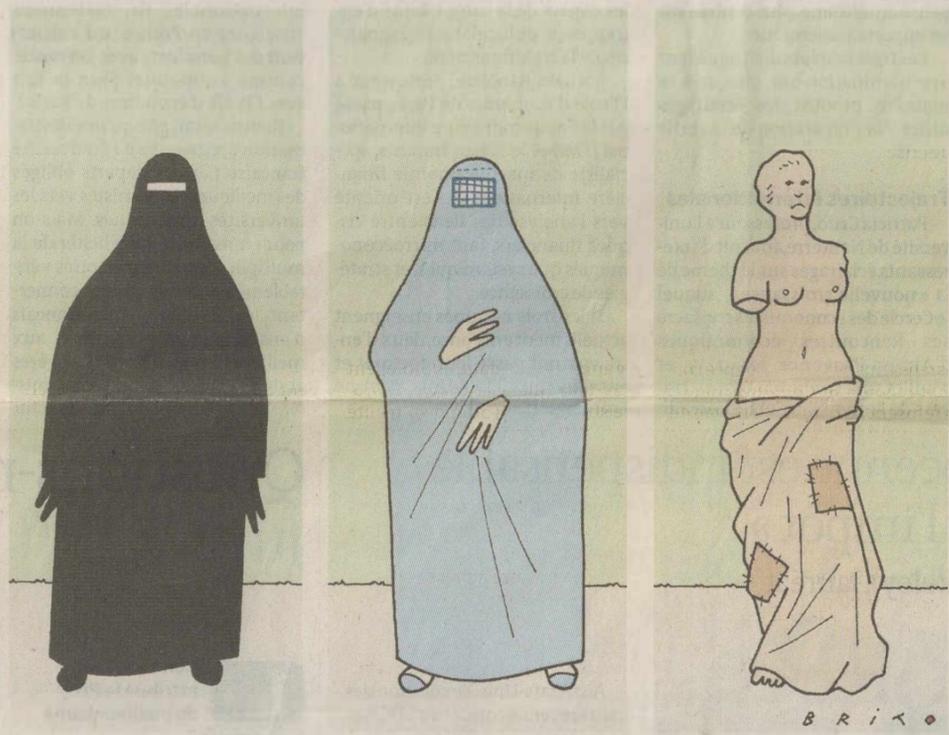
En 2007, un chercheur du Boston College, Clifford Holderness, s'aperçut qu'aucune étude sérieuse n'avait vérifié que la dispersion de l'actionariat anglo-saxon était plus élevée que celle de l'actionariat européen. Il analysa méthodiquement la structure du capital des entreprises américaines et obtint un résultat pour le moins ironique, qui fait désormais référence : le taux de concentration du capital n'y est pas significative-

ment différent de celui des sociétés françaises ou allemandes (« The Myth of Diffuse Ownership in the United States », *Review of Financial Studies*, 2009, 22, 4, pp. 1377-1408).

Le capitalisme anglo-saxon ne fonctionne pas comme on le croyait. Les entreprises ne sont pas plus contrôlées par les investisseurs que les nôtres. Voici trente ans que les politiques de modernisation prônées par le Fonds monétaire international et par l'Union européenne visent à ouvrir leur capital aux marchés. Elles reposent sur un mythe... ■

Pierre-Yves Gomez est professeur à l'EM Lyon et directeur de l'Institut français de gouvernement des entreprises.

## « Niqab, ni burqa, ni crise » par Brito



## Management Armand Hatchuel

### Les stock-options contre la performance

Aux Etats-Unis, la rémunération des dirigeants d'entreprises cotées a explosé entre 1980 et 2000 : elle est passée de 40 à 525 fois le salaire moyen. Et 50 % à 70 % de ces sommes provenaient de la vente de stock-options.

Un mécanisme aussi massif de rémunération n'a-t-il pas pesé sur le management des entreprises ? A l'évidence, il fait de la valeur des actions l'objectif exclusif de l'entreprise et favorise une vision à court terme. Mais une étude va plus loin, et soutient que les stock-options auraient incité les dirigeants américains à des rachats massifs d'actions pour soutenir les cours. Fragilisant les entreprises et réduisant leurs capacités d'innovation, ces opérations auraient donc aggravé la crise (William Lazonick, « The Explosion of Executive Pay and the Erosion of American Prosperity », *Revue Entreprises et Histoire*, décembre 2009, p. 57).

Le rachat de ses actions par une entreprise est réglementé et doit être approuvé, selon les pays, par les conseils d'administration ou l'assemblée des actionnaires. A

priori, la procédure n'a rien de choquant. Elle peut servir à lutter contre un cours irrationnellement bas, à compenser la distribution de stock-options, ou à rendre un capital dont l'entreprise ne saurait que faire... Mais rien ne justifie, en temps normal, le rachat d'actions pour des sommes supérieures aux dividendes distribués, ou qui vont au-delà d'une faible part des bénéfices nets de l'année.

### Effet pervers

Or, de 1997 à 2008, les 438 entreprises américaines qui forment l'indice Standard & Poors ont dépensé un total de 2400 milliards de dollars, soit de 30 % à 80 % de leurs bénéfices annuels, à racheter leurs actions ! Certes, entre 2000 et 2003, après la bulle Internet, la lutte contre un cours trop bas était plausible. Mais l'argument disparaît entre 2004 et 2008, car les cours croissent régulièrement et, paradoxalement, les rachats d'actions continuent à augmenter alors qu'ils auraient dû diminuer ou se stabiliser !

Peut-on aussi croire que dans une période d'intense compétition mondiale autour des nano-

technologies, des énergies vertes, des technologies de l'information, ces entreprises manqueraient de projets d'avenir au point de restituer autant de capital jugé inutilisable ?

Reste l'hypothèse soutenue par M. Lazonick : celle d'un effet pervers majeur des stock-options qui inciteraient les dirigeants à procéder à des rachats massifs pour faire monter continuellement le cours de leurs actions. Et la gouvernance des sociétés favorise de telles décisions, puisqu'elles bénéficient aux actionnaires, envoient un signal positif aux investisseurs et assurent aux dirigeants une rémunération d'exception.

Reste que cette saignée sur une décennie, sans précédent historique, aura réduit les réserves dont les banques ont eu besoin pour faire face au krach, et a pu inhiber la capacité d'innovation des entreprises américaines face à la montée des pays émergents. Certes, les stock-options ne sont pas la cause principale de la crise, mais ils auraient mis en danger la robustesse de la première économie mondiale, d'où une sortie de crise plus lente et un chômage élevé.

Enfin, les rachats d'actions bousculent la doctrine classique de la répartition des bénéfices entre dividendes, investissements et salaires. S'agit-il d'un remboursement justifié du capital investi, ou d'un détournement des ressources de l'entreprise au seul profit des actionnaires ? En juger n'est pas facile et doit être, in fine, la mission du chef d'entreprise. Mais comment des dirigeants payés en stock-options pourraient-ils sereinement insister un tel choix ? Ainsi, au-delà d'une paie particulièrement choquante, les dirigeants devraient craindre qu'un tel mécanisme ne mette en danger leur autorité. ■

Armand Hatchuel est professeur à Mines ParisTech.

### Sur Lemonde.fr

« Eveiller le banquier qui sommeille en chacun de nous », Michel Feher, philosophe.  
« Bilan de l'action de Laurence Parisot, à la présidence du Medef », Sophie de Menthon, présidente d'Ethic.  
« De qui Terra Nova est-il proche ? », Henri Sterdyniak, économiste.

## Ce sont les banques que l'on a sauvées, pas la Grèce

Les résultats des élections du 9 mai en Rhénanie-du-Nord-Westphalie semblent indiquer qu'Angela Merkel a payé cher sa défense tardive mais néanmoins passionnée de l'intégrité de l'euro. L'Union chrétienne-démocrate (CDU) a vu son pourcentage des votes chuter de 44,8 % en 2005 à 34,4 % en 2010. Pourquoi la chancelière allemande s'est-elle laissée emporter par une hellénophilie soudaine au moment politique le moins propice ? Le président américain, Barack Obama, n'a pas volé au chevet de la Californie, dont l'économie est cinq fois plus grande que celle de la Grèce et dont la situation fiscale est suffisamment grave pour que l'Etat n'arrive pas à payer la totalité des salaires de ses fonctionnaires. On peut débattre de la gravité relative des problèmes grecs et californiens, mais personne ne prétend que la crise californienne menace l'intégrité du dollar. D'où vient le souci pour l'euro ?

La seule alternative au grand plan de sauvetage lancé par l'Union européenne le même jour que les élections allemandes aurait été une restructuration dans la foulée de la dette souveraine grecque. Bref, un défaut. Mais - disons-le à haute voix - un défaut grec n'aurait pas, à lui seul, constitué une menace pour l'euro. Pourquoi ? Les dettes de la Grèce sont libellées en euros, comme celles de General Motors (GM) sont libellées en dollars. Une faillite de la Grèce, comme une faillite de GM, toucherait

## Chronique de la semaine

Paul Seabright, Ecole d'économie de Toulouse

les détenteurs de ces dettes, mais ne toucherait pas les propriétaires d'autres actifs libellés dans la même monnaie. Certes, d'autres actifs libellés en euros - comme les dettes du Portugal - sont bien sûr contaminés par des doutes similaires, mais ces doutes touchent la dette, et non pas la monnaie dans laquelle elle est comptée. Ce qui plane maintenant sur l'euro est une incertitude sur les conséquences monétaires des éventuelles mesures lancées pour sauver les pays en difficulté. Une restructuration de la dette grecque aurait en revanche clarifié la situation, car elle aurait montré que le problème resterait désormais entre la Grèce et ses propres créanciers.

Or, qui, précisément, sont les créanciers de la Grèce ? Selon un rapport de Barclays Capital du 28 avril, il y a quelque 28 milliards d'euros de dette grecque sur le bilan d'institutions financières allemandes. La moitié appartient à des banques détenues ou contrôlées par le gouvernement allemand. A elle seule, l'Hypo Real Estate Holding en détient presque 30 %. Depuis son sauvetage en 2009, le propriétaire d'Hypo est le contribuable allemand, qui aurait été touché directement par un défaut grec sans même pouvoir prétendre qu'il se sacrifiait pour la solidarité européenne. Combien d'autres institutions déjà fragilisées auraient eu besoin d'un nouveau plan de sauvetage bancaire ?

La raison du geste héroïque de M<sup>me</sup> Merkel est désormais claire. Quelle était l'option la moins désagréable : prendre la décision impopulaire, mais courageuse, de sauver la Grèce, ou avouer que la précédente décision impopulaire, mais courageuse, de sauver le système bancaire allemand n'avait pas, tout compte fait, réglé le problème ?

Le même rapport de Barclays Capital indique que les institutions financières françaises auraient quelque 50 milliards d'euros de dette grecque sur leur bilan. Il ne s'agit donc plus d'un problème purement budgétaire ni purement grec. La solidarité franco-allemande, si bien mise en avant le 9 mai, n'est pas fondée sur l'hellénophilie. Loin d'être une nouvelle crise, la crise de l'euro n'est qu'un nouvel épisode du feuilleton bancaire que l'on voulait nous faire croire terminé. ■



100 PAGES - 7,50 € - EN VENTE CHEZ VOTRE MARCHAND DE JOURNAUX

EN PARTENARIAT AVEC

Des économistes plaident pour une meilleure maîtrise des risques financiers, la « croissance verte », et une fiscalité redistributive

# Scénarios de sortie de crise

## ►►► Suite de la première page

Nous sommes en effet convaincus que les économistes apportent des connaissances et des raisonnements utiles à la solution des sévères problèmes de l'économie mondiale, et qu'il faut encourager ceux qui œuvrent dans ce sens.

Vingt-sept candidatures ont été reçues, dont une dizaine provenant d'économistes travaillant à l'étranger. Elles ont chacune fait l'objet de deux rapports écrits de membres du Cercle des économistes, puis d'une décision collégiale.

Les candidats couvrent un champ très large de domaines de recherche : économie internationale, économie industrielle, économie du travail et des revenus, finance, économie institutionnelle, économie publique, mais un nombre particulièrement élevé de recherches porte sur la macroéconomie financière internationale, ce qui traduit probablement une influence,

plutôt rassurante, de l'actualité sur la sélection des sujets de recherche.

Le choix d'Emmanuel Saez, professeur à l'université de Californie à Berkeley (Etats-Unis), comme lauréat 2010 mérite une double explication. D'une part, le jury a été sensible à son rôle considérable dans le renouvellement des théories de la taxation optimale. En associant systématiquement innovation théorique et mesure méticuleuse des paramètres, Emmanuel Saez a forgé des outils qui vont se placer inévitablement au centre des débats publics des prochaines années : face aux dettes héritées de la crise, chacun a compris que des décisions fiscales de grande ampleur s'imposent aux gouvernements et aux Parlements, dont il est important d'éclairer les conséquences sur l'efficacité économique et la justice sociale.

D'autre part, le jury n'a pas été gêné par la reconnaissance déjà acquise par Emmanuel Saez - à

laquelle le Cercle des économistes avait d'ailleurs contribué en le distinguant dès 2006 par une nomination - couronnée par la médaille John Bates Clark qui lui a été décernée en 2009. Notamment en raison du poids spécifique que notre prix donne au rôle dans le débat public, qui le distingue de la récompense américaine, plus centrée sur les apports académiques.

Les trois lauréats distingués par une nomination ont, chacun à sa manière, produit des éclairages utiles à la préparation de la sortie de crise.

## Trajectoires internationales

Patricia Crifo, professeur à l'université de Nanterre, fournit d'intéressants éclairages sur le thème de la « nouvelle croissance », auquel le Cercle des économistes consacre ses Rencontres économiques d'Aix-en-Provence les 2, 3 et 4 juillet. Elle l'a abordé tant au travers de l'innovation et de l'organi-

sation du travail que par la problématique de la croissance soutenue traitée avec les outils de l'analyse économique.

Alfred Galichon, professeur à l'Ecole polytechnique, produit simultanément des outils méthodologiques innovants, des réflexions originales sur le rôle et les enjeux de la comptabilité d'entreprise, et de lucides et fines analyses de la crise financière.

Romain Rancière, professeur à l'Ecole d'économie de Paris, passé par le Fonds monétaire international (FMI) et le Trésor français, spécialiste de macroéconomie financière internationale, s'est orienté vers l'analyse des liens entre risques financiers, tant microéconomiques que systémiques, et stratégies de croissance.

Si les trois nominés enseignent actuellement en France, deux d'entre eux ont passé leur doctorat et enseigné aux Etats-Unis, comme Emmanuel Saez.

Faut-il s'inquiéter de cette situation, qui voit de nombreux économistes français prometteurs compléter leur formation à l'étranger, puis y entamer leur carrière ? Faut-il au contraire se réjouir qu'ayant atteint un excellent niveau et commencé à atteindre une forte reconnaissance internationale, ils reviennent enseigner en France, ou conservent des liens forts avec la France, comme Emmanuel Saez le fait avec l'Ecole d'économie de Paris ?

Rien ne serait pire qu'une dévitalisation progressive de l'université française par des départs obligés des meilleurs économistes vers les universités américaines. Mais on peut en revanche se féliciter de la multiplication de trajectoires véritablement internationales, connectant les établissements français d'enseignement supérieur aux meilleures universités étrangères et donnant aux jeunes économistes français des opportunités pour

innover dans leurs travaux de recherche et alimenter le débat public, tant en France qu'au niveau international.

La médaille John Bates Clark, décernée par l'Association américaine d'économie, est devenue annuelle cette année, comme l'était depuis l'origine le prix décerné par le Cercle des économistes en partenariat avec *Le Monde* et le Sénat.

A cette occasion, c'est notre compatriote Esther Duflou, professeur d'économie du développement au MIT (Massachusetts Institute of Technology) et lauréate de notre prix en 2005, qui, après Emmanuel Saez en 2009, a reçu la médaille américaine 2010. Nous nous réjouissons profondément de l'honneur fait à l'enseignement français et de la reconnaissance ainsi accordée à ces trajectoires académiques franco-américaines. ■

Le Cercle des économistes

## « La coordination fiscale européenne est indispensable pour corriger les inégalités par l'impôt »

Emmanuel Saez (Université de Californie à Berkeley), lauréat

### Quel est l'objet de vos recherches actuelles ?

Elles portent sur la fiscalité et la redistribution. Je m'intéresse aux problèmes de la fraude fiscale et de la mobilité internationale des personnes due à l'impôt, deux obstacles majeurs à la bonne marche de l'impôt progressif.

Par exemple, on a pu montrer que les choix de carrière des footballeurs dépendent fortement des taux d'imposition dans chaque pays. L'Espagne, l'Italie et la Grande-Bretagne ont les taux d'impôt les plus faibles et attirent les meilleurs joueurs. Le cas des footballeurs est certes anecdotique, mais il montre que la concurrence fiscale devient un vrai problème, qui demande une coordination fiscale à l'échelle européenne.

### Comment s'articulent vos travaux actuels avec ceux que vous avez menés auparavant ?

Mes recherches précédentes ont principalement porté sur les évolutions des inégalités et sur la fiscalité optimale, c'est-à-dire sur la façon dont l'Etat devrait idéalement structurer l'impôt et les transferts. Avec Thomas Piketty, nous avons montré que les hauts revenus ont explosé dans les pays anglo-saxons, Etats-Unis en tête, et dans une moindre mesure au Japon et dans les pays d'Europe continentale, comme la France.

Aux Etats-Unis, la part du revenu total de la population perçu par le centile supérieur (le 1% de revenus les plus élevés) a augmenté de 9% en 1970 à 23,5% en 2007. Le centile supérieur a ainsi capturé plus de la moitié des gains de croissance depuis 1970.

Cet accroissement massif des inégalités conduit naturellement à



DR

s'interroger sur le rôle de l'Etat, et en particulier sur celui de l'impôt progressif, pour réduire ces inégalités. Autrement dit, l'Etat doit-il imposer les riches pour redistribuer les gains de la croissance équitablement, et dans quelle mesure ?

### Parcours

**1994** Diplômé de l'Ecole normale supérieure.

**1999** PhD en économie au Massachusetts Institute of Technology.

**2003** Il publie avec Thomas Piketty « Income Inequality in the United States », *Quarterly Journal of Economics*, 2003, Vol. 118, 1: 1-39.

**2005** Professeur à l'Université de Californie à Berkeley (Etats-Unis).

**2006** Nominé au Prix du meilleur jeune économiste français.

**2009** John Bates Clark Medal, décernée par l'American Economic Association.

La réponse dépend d'une part du niveau des inégalités, et d'autre part des effets des taux d'imposition sur les revenus déclarés. L'impôt peut conduire les personnes à travailler ou à investir moins, mais aussi à utiliser plus activement les niches fiscales ou à frauder davantage : ce sont des effets dits d'optimisation fiscale.

Nos études empiriques montrent clairement que, lorsque les impôts augmentent, les hauts revenus exploitent davantage les niches fiscales mais ne travaillent pas moins : il est donc possible d'imposer davantage les hauts revenus, mais à condition d'éliminer au maximum les possibilités de niches et d'évasion fiscales.

### Quels sont selon vous les résultats de vos recherches les plus importants pour éclairer aujourd'hui le débat de politique économique ?

Mes recherches m'ont conduit naturellement à m'intéresser au problème de la réforme fiscale en France et aux Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, l'explosion des hauts revenus combinée à la baisse des taux d'imposition au sommet de la distribution a créé une vaste réserve fiscale qu'il faut exploiter en priorité pour résoudre les problèmes budgétaires à venir. L'exploitation efficace de cette réserve fiscale passe d'abord par un élargissement de l'assiette et l'élimination des niches fiscales, suivie d'une hausse importante des taux supérieurs d'imposition.

En France, deux chantiers fiscaux majeurs sont à mettre en œuvre. En premier lieu, il faut remplacer l'empilement existant d'impôts et de transferts par une structure unifiée beaucoup plus simple et transparente qui réduira les coûts administratifs pour l'Etat, les entreprises et les personnes. Plus important encore, elle permettra au citoyen de comprendre les lignes essentielles du système d'imposition et de transferts en fonction du niveau de revenu.

En deuxième lieu, la France est un pays de taille moyenne inséré dans l'Union européenne où les personnes et le capital peuvent circuler librement, mais où chaque pays choisit son taux d'imposition, ce qui conduit à une concurrence fiscale qui limite l'efficacité redistributive des impôts progressifs nationaux. La coordination fiscale européenne, particulièrement pour l'imposition des hauts revenus et la lutte contre la fraude fiscale, sera donc indispensable pour maintenir la capacité des pays européens à corriger les inégalités par l'impôt. Comme la crise récente nous le montre, une union monétaire sans union budgétaire et fiscale conséquente n'est pas tenable. ■

Propos recueillis par Antoine Reverchon

## Questions-réponses Jury

### 1 Comment est attribué le Prix du meilleur jeune économiste ?

Le Prix du meilleur jeune économiste, créé conjointement en 2000 par « Le Monde Economie » et le Cercle des économistes, avec le soutien du Sénat, est destiné à valoriser les travaux - thèse ou article publié - d'un chercheur ou d'une chercheuse âgé(e) de moins de 40 ans. Les économistes représentant le monde universitaire français et les grandes écoles peuvent concourir à ce prix, doté de 3000 euros, destiné à couronner des travaux portant sur l'économie appliquée, en prise avec le réel, et participant aux débats économiques du moment.

Chaque membre du Cercle sélectionne cinq candidats à partir des dossiers déposés, comprenant obligatoirement une liste de travaux et deux textes représentatifs. Puis, Le Cercle réalise une sélection préliminaire de quatre noms, avec des rapporteurs choisis au sein du Cercle. Les quatre dossiers sont alors transmis au « Monde Economie ». L'ultime étape consiste à désigner le lauréat et les nominés à partir d'un jury composé de membres du Cercle des économistes et de journalistes du « Monde Economie ».

### 2 Qui ont été les lauréats des années précédentes ?

Agnès Bénassy-Quéré et Bruno Amable en 2000 ; Pierre Cahuc en 2001 ; Philippe Martin et Thomas Piketty en 2002 ; Pierre-Cyrille Hautcoeur en 2003 ; David Martimort en 2004 ; Esther Duflou et Elyès Jouini en 2005 ; Thierry Mayer et Etienne Wasmer en 2006 ; David Thesmar en 2007 ; Pierre-Olivier Gourinchas en 2008 ; Yann Algan et Thomas Philippon en 2009.

### 3 Qui sont les membres du Cercle des économistes ?

Le Cercle des économistes, créé en 1992, est composé de Patrick Artus, Agnès Bénassy-Quéré, Françoise Benhamou, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu, Laurence Boone, Anton Brender, Pierre Cahuc, André Cartapanis, Jean-Michel Charpin, Jean-Marie Chevalier, Benoît Coeuré, Lionel Fontagné, Pierre Jacquet, Bertrand Jacquillat, Jean-Dominique Lafay, Jean-Hervé Lorenzi (président du Cercle), Catherine Lubochinsky, Jacques Mistral, Olivier Pastré, Anne Perrot, Jean Pisani-Ferry, Jean-Paul Pollin, Dominique Roux, Christian Saint-Etienne, Christian Stoffaës, David Thesmar, Philippe Trainar, Alain Tranoy et Daniel Vitry.

Le Cercle anime également, une fois par an, avec la société de Bourse NYSE Euronext et l'université Paris-Dauphine, un débat sur les questions financières mondiales, et organise les Rencontres économiques d'Aix-en-Provence, qui auront lieu cette année les 2, 3, et 4 juillet, sur le thème « A la recherche de la nouvelle croissance ».

Coédités par les Presses universitaires de France (PUF) et Descartes & Cie, *Les Cahiers du Cercle des économistes* rassemblent les travaux menés. Les derniers numéros s'intitulent *A quoi servent les économistes ? ; Le monde a-t-il encore besoin de la finance ? ; 1929-2009 : Récession(s) ? Rupture(s) ? Dépression(s) ?*. Le Cercle publie également des ouvrages collectifs aux éditions Perrin : *Politique économique de droite, politique économique de gauche ; Un monde de ressources rares*, avec Erik Orsenna. Et, aux éditions Fayard, *Le Choc des populations, guerre ou paix*. ■

## La spéculation contre la Grèce vise en réalité l'incohérence de la zone euro. Celle-ci ne pourra sortir de l'impasse actuelle sans un changement radical de politique économique et des transferts budgétaires entre pays membres

# La longue crise de l'Europe

Il y a une seule crise du capitalisme financiarisé et drogué à la dette, qui a débuté en août 2007 et qui a connu un premier paroxysme à l'automne 2008. Nous sommes entrés dans le deuxième acte de cette crise. Dans leur ouvrage sur les crises financières dans l'histoire, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff montrent que les crises bancaires internationales rebondissent presque toujours en crises de dettes souveraines.

Les lieux où elles rebondissent sont les maillons faibles de l'économie mondiale. Ce fut l'Amérique latine dans les années 1980, c'est la zone euro aujourd'hui. Car cette crise interfère avec une déficience congénitale de la zone euro depuis sa création. Cela ne devrait pas surprendre puisqu'il s'agit d'une union monétaire incomplète, donc fragile.

C'est, en effet, l'un des résultats les mieux établis de la macroéconomie internationale qu'une union monétaire ne peut fonctionner sans mécanisme de coordination budgétaire. L'Allemagne a imposé de passer outre et de remplacer la nécessaire solidarité par une règle uniforme de restriction budgétaire, le fameux pacte de stabilité, qui est arbitraire et insensible au contexte économique. Que cette règle ait volé en éclats devant le sauvetage des banques qui a transféré la crise aux Etats est le moins que l'on pouvait attendre.

La zone euro prétend se gouverner par des règles en dehors de la gestion de la monnaie, l'Eurogroupe n'étant qu'un fantôme de coordination intergouvernementale. On a vu avec la Grèce que la règle budgétaire ne prévenait pas la tricherie. C'est donc

En tout état de cause, la zone euro ne peut survivre sans un mécanisme de transferts budgétaires entre pays. Dans cet esprit, l'instauration d'un Fonds européen pour multilatéraliser la solidarité serait une innovation utile

là que la crise a frappé. Le 20 octobre 2009, le nouveau ministre des finances grec a annoncé que le déficit public n'allait pas être de 5 % du produit intérieur brut (PIB), mais de 12,5 % (révisé ensuite à 13,6 %).

A partir de cette date et jusqu'au début de mai, les dirigeants politiques de la zone euro, surtout les dirigeants allemands, nous ont offert un ahurissant spectacle d'annonces et de contre-annonces, d'incantations et de propos contradictoires, montrant au monde entier et surtout à la communauté financière internationale à quel point l'Europe n'était pas gouvernée. Comment s'étonner que ce spectacle ait donné l'occasion aux banques d'affaires et aux hedge funds anglo-saxons de spéculer sur un scénario de faillite grecque non gérée et de désagrégation de la zone euro ?

Comment s'étonner que cette spéculation répétée depuis janvier ait fini par faire s'effondrer la confiance de l'ensemble des investisseurs ? A travers la Grèce, c'est l'incohérence de la zone euro qui est visée. C'est bien pourquoi l'euro a été attaqué. L'ironie est que cette glissade est jusqu'ici une excellente nouvelle !

Une erreur cardinale a été faite, que le plan de financement de 110 milliards d'euros sur trois ans alloués à la Grèce ne saurait dissiper. La même erreur que celle commise en 1982 par le club des créanciers souverains du Mexique a été répétée. On nie qu'il y ait un problème de solvabilité et on feint de croire qu'il n'y a qu'un problème transitoire de liquidité. Cette erreur à l'époque a coûté la décennie perdue à l'ensemble de l'Amérique latine.

Les pays ont été épuisés par les plans d'austérité stériles imposés par le Fonds monétaire international (FMI) pour préserver les banques créancières. Ce n'est qu'à la fin de la décennie avec l'initiative Brady que les dettes ont été restructurées, que les banques ont pu se débarrasser de leurs



Michel Aglietta

Economiste

Ancien élève de l'Ecole polytechnique et de l'Ecole nationale de la statistique et de l'administration économique, Michel Aglietta est professeur de sciences économiques à l'université Paris-X (Nanterre-La Défense), membre de l'Institut universitaire de France et conseiller au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (EPII). Spécialiste d'économie monétaire internationale, il est connu en particulier pour ses travaux sur le fonctionnement des

marchés financiers. Il est notamment l'auteur de « La Monnaie, entre violence et confiance », avec André Orléan (Odile Jacob, 2002), et de « Crise et rénovation de la finance », avec Sandra Rigot (Odile Jacob, 2009).

créances avec décotes et que les économies ont pu retrouver le chemin de la croissance.

Imposer à la Grèce une austérité écrasante en feignant qu'elle va s'en sortir toute seule dans un contexte de récession interne, de spirale déflationniste probable et de croissance européenne au mieux très faible, c'est installer une bombe à retardement qui peut coûter très cher à toute l'Europe.

Le manque de courage politique et surtout l'enfermement de l'Allemagne dans son splendide égoïsme ont conduit à clamer pendant des mois : « pas de défaut, pas de sauvetage, pas de sortie de l'Union économique et monétaire ». Or la réponse politique la plus prudente, donc la plus raisonnable au sein d'une crise globale, mais aussi la plus juste, était de reconnaître la nécessité d'une restructuration de la dette grecque et d'organiser un plan dès le der-

garanties gouvernementales associées (440 milliards d'euros) pour permettre à une nouvelle agence financière de lever des fonds sur les marchés en vue d'acheter de la dette publique de pays fragiles, est une force de frappe considérable. Elle est complétée par un soutien immédiat opérationnel du FMI de 250 milliards d'euros et par le revirement de la Banque centrale européenne qui accepte dorénavant d'acheter des titres publics sur le marché secondaire.

C'est une initiative excellente qui ne remet pas en cause son indépendance, qui accompagne les politiques de consolidation budgétaire en réduisant les taux obligataires et qui n'a aucune incidence inflationniste dans une conjoncture dominée par des forces déflationnistes, d'autant que ces interventions peuvent être stérilisées si nécessaire.

Mais il faut aller au-delà et situer l'immédiateté des turbulences financières et la réponse des autorités monétaires dans la longue crise de l'Europe. Car cette réponse ne concerne pour l'heure que la préservation de la liquidité des marchés en assurant que les échéances de paiements des Etats débiteurs seront honorées.

Il ne s'agit encore une fois que de préserver les banques qui ont mis les finances publiques dans la situation désastreuse que l'on déplore ! Gérer dans la durée la solvabilité des dettes publiques et privées et retrouver les chemins de la croissance sont des défis qui posent des problèmes d'institutions et de finalités politiques autrement plus redoutables.

Les pays de la zone euro se trouvent devant une contradiction insoluble s'ils ne modifient pas leur approche de la politique économique. Dans leur recherche historique Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ont trouvé qu'un seuil critique exis-

te aux environs d'une dette publique qui atteint 90 % du PIB. Au-delà de ce seuil, la croissance tendancielle ultérieure est la moitié de ce qu'elle était avant la crise qui a fait augmenter la dette. Une majorité de pays de la zone euro aura atteint ou dépassé ce seuil dès la fin 2011.

Mais certains pays de l'espace d'influence germanique, les Pays-Bas, l'Autriche et au premier chef l'Allemagne, seront en dessous de ce seuil. La prise en compte de l'intérêt collectif de la zone euro, comme étant la mieux à même de satisfaire son propre intérêt, voudrait que le groupe des pays dont la dette publique n'est pas critique mène des politiques de soutien de la demande.

Il s'agit en effet d'aider le groupe des pays condamnés à la consolidation budgétaire à atteindre une croissance suffisante d'au moins 2 % pour espérer inverser la détérioration de leurs finances et donc pour éviter que ces pays n'entraînent toute la zone euro vers le bas.

En tout état de cause, la zone euro ne peut survivre sans un mécanisme de transferts budgétaires entre pays. Dans cet esprit l'instauration d'un Fonds européen pour multilatéraliser la solidarité serait une innovation utile.

D'après ce que l'on entend des intentions des gouvernements, ce n'est pas ce qui va se passer. Le piège suicidaire est de vouloir ramener les déficits publics en dessous de 3 % du PIB et de rapprocher les dettes publiques du niveau mythique de 60 % du PIB en l'espace de trois à cinq ans. L'exemple des Etats-Unis après la seconde guerre mondiale est que l'on peut faire reculer des niveaux de dette très élevés.

Mais il faut dix à quinze ans, l'aide de la Banque centrale et une croissance soutenue. Au contraire, ce que signifie la révision du pacte de stabilité, c'est la compression généralisée des dépenses publiques menant à la déflation compétitive.

C'est l'extension à toute la zone euro de la politique que l'Allemagne a suivie depuis les réformes Schröder du début des années 2000.

Cette politique lui a permis de soutenir son économie par l'excédent extérieur réalisé sur le dos de ses partenaires européens (75 % des excédents de 2008 étaient sur l'Europe, selon la Bundesbank), en profitant de l'orgie d'endettement privé dans les pays qui ont encouragé la spéculation immobilière par tous les moyens. Mais justement cet endettement privé est énorme.

A la fin 2007, la dette privée atteignait 335 % du PIB au Royaume-Uni et 317 % en Espagne, contre 200 % en Allemagne et 196 % en France. Les efforts pour la réduire conduisent aux surcapacités de production et à la baisse des investissements des

entreprises, à la montée du chômage, à la stagnation ou à la baisse des salaires et à l'augmentation de l'épargne des ménages.

Il s'ensuit que le secteur privé n'est pas en mesure de compenser l'austérité budgétaire dans les pays où celle-ci va être draconienne, c'est-à-dire le Portugal, l'Espagne, l'Irlande et l'Italie. Aussi la zone euro est-elle menacée de tomber dans le même piège que le bloc or dans les années 1932-1936 après la dévaluation de la livre sterling en septembre 1931 : le cercle vicieux de la déflation, de la récession et de l'augmentation de la valeur réelle des dettes. Ce phénomène est d'autant plus inquiétant que la croissance tendancielle des trois plus grands pays de la zone euro décélère depuis plus de quarante ans, l'Italie étant même parvenue à la stagnation.

Si aucune composante de la demande interne ne soutient la croissance, la politique de consolidation des finances publiques est vouée à l'échec, sauf si la demande externe est capable de prendre le relais. En effet, les exemples des pays scandinaves après la crise financière de 1991 et du Royaume-Uni après la sortie de la livre sterling du système monétaire européen (SME) en septembre 1992 montrent que le rétablissement de ces économies et la réduction subséquente des dettes publiques sont venus de la dévaluation profonde des monnaies de ces pays.

Il faudrait donc une dépréciation considérable de l'euro, disons autour de 1,20 dollar pour 1 euro, puis maintien du change dans une zone compétitive (1,2 à 1,3) en sus d'une appréciation des monnaies asiatiques contre le dollar, de manière à créer un choc positif de demande vigoureux et prolongé pour lancer ensuite une croissance auto-entretenu.

Dependant, ce ne sont que les conditions initiales du retour de la croissance. Contrairement au postulat en vigueur dans les institutions européennes, qui a conduit au fiasco total de la fameuse stratégie de Lisbonne annoncée en 2000, l'efficacité des politiques structurelles de long terme n'est pas indépendante du dynamisme de la gestion macroéconomique.

De plus, les deux types de politiques ne peuvent pas être laissés séparément à la discrétion de chaque gouvernement dans une union monétaire.

Si l'on veut éviter que la divergence des pays ne conduise à la désintégration, il faut une profonde restructuration des budgets qui soit compatible dans l'ensemble des pays membres.

Le projet mobilisateur ne peut être qu'une coopération étroite dans la mise en commun de ressources humaines et technologiques pour se placer à la frontière d'une vague d'innovations portées par les économies d'énergie, la substitution vers les énergies renouvelables, la protection de l'environnement et la baisse des coûts de la santé. Il faut aussi en faire bénéficier au maximum les pays émergents qui vont devenir les fers de lance de la croissance mondiale.

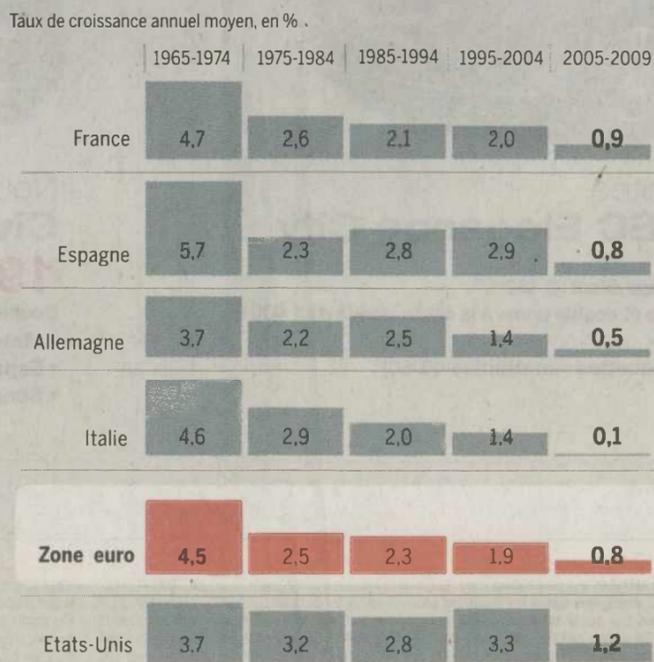
Cela implique de sortir de la logique budgétaire comptable et de restructurer à la fois les recettes et les dépenses. Inutile d'insister sur la nécessité d'élargir la base fiscale et d'annuler tous les allègements dont le seul objectif a été clientéliste. Il faut aussi créer des incitations à la réorientation de l'investissement. L'outil principal est une taxe carbone croissante dans l'ensemble de l'Europe, dont le produit doit être consacré en partie à l'investissement en recherche et développement et en partie à abaisser le coût du travail.

Elle doit être complétée par des subventions et des réglementations pour inciter aux rénovations urbaines. La refonte du budget européen et l'augmentation de ses ressources dans le sens de la promotion d'une croissance verte donneraient une impulsion majeure.

Enfin, l'expérience scandinave le montre clairement, il faut une priorité absolue pour l'investissement public en direction de l'éducation sur toute la vie et de la recherche. Les gouvernements européens sont-ils capables de cet aggiornamento ? Rien malheureusement ne le laisse prévoir. ■

### L'érosion de la croissance de la zone euro

ÉVOLUTION TENDANCIELLE DEPUIS UN DEMI-SIÈCLE



SOURCE : EUROSTAT, OCDE, FMI

# Retraites : le PS a-t-il mesuré combien les propositions de Terra Nova sont approximatives, socialement dangereuses et politiquement suicidaires ?

Olivier Ferrand, président de Terra Nova, fondation proche du Parti Socialiste selon les médias, propose une piste autoproclamée iconoclaste pour la réforme des retraites : « faire payer les retraités par les retraités » (Le Monde daté 9-10 mai). Par iconoclaste, il faut donc comprendre : « Je suis socialiste, mais j'ai le même programme que la droite libérale et le patronat. » En effet, ses propositions sont approximatives, elles ne sont pas à la hauteur du problème ; enfin, elles s'inscrivent dans un programme de démantèlement de la Sécurité sociale socialement dangereux et politiquement suicidaire.

Selon Olivier Ferrand, on peut faire payer les retraités, car leur niveau de vie est nettement supérieur à celui des actifs. Pour les hommes, la retraite moyenne serait supérieure au salaire moyen. Mais il compare une retraite brute (avant CSG) à un revenu salarial moyen net (après CSG), qui mélange temps plein et temps partiel. En fait, en 2007, selon l'enquête « Revenus » de l'Insee, le revenu salarial net moyen des actifs de 20 à 60 ans est de 1758 euros par mois ; la pension nette moyenne des plus de 60 ans est de 1315 euros par mois. La pension moyenne représente donc 75 % du salaire moyen.

De même, le président de Terra Nova prétend que le niveau de vie des retraités représente 106 % de celui des actifs, et même de 140 % de celui des actifs de moins de 55 ans. En fait, selon l'enquête « Revenus » de 2007, le niveau de vie des retraités est équivalent à celui de la population totale (102 % en moyenne, 100 % en médiane), inférieur à celui des actifs, y compris chômeurs (96 % en moyenne, 92 % en médiane) et à celui des actifs occupés (93 % en moyenne, 90 % en médiane).

## Henri Sterdyniak

Economiste, directeur du département économie de la mondialisation de l'OFCE

Le niveau de vie des retraités est juste égal à celui des actifs de moins de 55 ans (en moyenne).

Certes, la prise en compte des loyers imputés augmenterait de 3 % le niveau relatif de revenu des retraités (qui sont plus souvent propriétaires de leur logement). Mais, en sens inverse, les chiffres moyens sont trompeurs.

En effet, le vieillissement de la population fait que les revenus financiers des grandes familles capitalistes se concentrent chez des personnes âgées et se retrouvent donc dans la moyenne des revenus des personnes de plus de 65 ans, ce qui est peu pertinent pour juger du niveau de vie des salariés retraités. Au total, le revenu (y compris loyers imputés) des retraités est de l'ordre de 95 % de celui des actifs (y compris chômeurs). Ce n'est scandaleux ni dans un sens ni dans l'autre.

Olivier Ferrand déclare, à juste titre, que le système de retraite doit se donner comme objectif la parité de niveau de vie entre les retraités et les actifs, sans voir que cette parité est aujourd'hui réalisée. Elle est au contraire menacée par les réformes en cours qui, selon le dernier rapport du Conseil d'orientation des retraites (COR), feront passer le rapport pension moyenne/retraite moyenne de 72 % aujourd'hui à 57 % à terme. La question n'est pas de diminuer les retraites, mais de trouver des ressources pour maintenir le revenu relatif des retraités.

Que propose donc Terra Nova ? D'aligner la fiscalité des retraités sur celle des actifs. Les retraités bénéficient certes de quatre avantages fiscaux. Ceux de plus de 65 ans, à faible revenu, ont droit à un abattement supplémentaire (coût : 250 millions d'euros). Les majorations pour les retraités qui ont élevé trois enfants ou plus ne sont pas imposables (coût : 600 millions d'euros), mais les allocations familiales ne sont pas non plus imposables et ce sont ces personnes qui ont assuré notre équilibre démographique. L'abattement de 10 % pour frais professionnels bénéficie aux retraités, mais il est plafonné pour eux à 3600 euros par foyer fiscal (coût : 2,2 milliards d'euros).

Enfin, la CRDS-CSG s'applique à un taux réduit aux retraités imposables (7,1 %

## « Terra Nova vise à infléchir à droite les positions du PS »

contre 8 %), pour un coût de 1,4 milliard. Jadis, les retraités ne payaient pas de cotisations maladie ; la montée en puissance de la CSG a permis de faire baisser le niveau relatif des retraites. Reste 0,9 % à prendre. Mais un prélèvement supplémentaire de 1 % s'applique déjà sur les retraites complémentaires. Quant à l'exonération de CRDS-CSG pour les retraités les plus pauvres (et son taux intermédiaire à 4,3 %), elle coûte 6,6 milliards d'euros.

Il existerait donc une manne potentielle de 11 milliards d'euros, qui ne représente cependant qu'un tiers du déficit actuel des régimes de retraite. Ce n'est donc pas la panacée. Mais ce serait surtout inéquitable, puisque 6,6 de ces 11 milliards d'euros seraient prélevés sur les retraités les plus

pauvres, alors que les actifs d'un revenu équivalent touchent eux le RSA (revenu de solidarité active) ou la PPE (prime pour l'emploi), qui équivalent à l'exonération de la CSG-CRDS.

Olivier Ferrand, après avoir ainsi envisagé de réduire de 8 % le revenu des retraités les plus pauvres, propose d'augmenter les plus faibles retraites, afin qu'une carrière au smic aboutisse à une pension au smic. Il faudrait donc compenser, par la hausse du minimum contributif, l'extension de la CSG aux basses retraites. Le gain de l'alignement fiscal serait donc de 4,4 milliards d'euros. Est-il justifié de proclamer que l'on a des propositions décoiffantes, quand on propose de dégager 4,4 milliards d'euros de ressources (0,22 % du PIB) pour un déficit actuel de 30 milliards d'euros.

Alignons, mais alignons tout... Mettons aussi en cause les niches fiscales des salariés (heures supplémentaires, participation, intéressement) et celles des revenus financiers. Surtout, est-il légitime que les retraites ne bénéficient d'aucun gain de pouvoir d'achat ? Si, depuis 2002, les retraites avaient été augmentées de la moitié des gains des salariés (soit de 3,5 % en sept ans), elles seraient plus élevées de 11,8 milliards d'euros.

Terra Nova propose froidement une CRDS retraite de 1 % pendant dix ans, un taux majoré pour les retraités pour réduire la dette sociale. Mais l'Etat n'a ni le droit de surtaxer sans motif légitime une catégorie particulière de personnes ni celui d'attribuer la dette sociale aux retraités plutôt qu'aux malades et aux actifs (qui n'ont pas assez cotisé).

Il nous est enfin proposé un vaste programme : « S'attaquer aux quelque 400 milliards d'euros de dépenses sociales, en mettant en cause les prestations les plus élevées accordées aux plus aisés. » Les cadres bénéfi-

ciaires d'une retraite de l'Agirc, financée par leurs cotisations. On pourrait la supprimer. Il faudrait renoncer aux cotisations correspondantes, rembourser (comment ?) les cotisations versées dans le passé. Les cadres se tourneraient vers leurs entreprises pour leur demander d'investir leurs cotisations dans des fonds de capitalisation. L'opération ne dégagerait pas 1 euro supplémentaire pour la protection sociale ; elle dériverait des fonds vers les marchés financiers.

En France, les salariés cotisent à l'assurance-maladie sur la totalité de leur salaire, alors que dans la plupart des pays les cotisations maladie sont plafonnées. Réduire fortement les remboursements des cadres qui cotisent le plus, c'est les inciter à se dégager de la Sécurité sociale et à demander le droit à cotiser, au premier euro, dans des mutuelles autonomes ou des assurances privées. De qui Terra Nova est-il proche ?

Les pauvres sont mieux protégés dans des systèmes hybrides qui mêlent contributivité et solidarité, que dans des systèmes à deux vitesses, assistance pour les pauvres, assurances privées pour les riches. Un système financé par les riches qui ne bénéficie qu'aux pauvres est socialement fragile : les classes moyennes, nombreuses, y sont indifférentes et les riches, influents, hostiles. Comme disent les Anglo-Saxons : « Un système réservé aux pauvres est un pauvre système. »

Ce projet affaiblirait la cohésion sociale ; il serait politiquement suicidaire puisqu'il se heurterait aux syndicats et aux citoyens attachés à la protection sociale, comme aux cadres et aux classes moyennes. Terra Nova vise à infléchir à droite les positions du PS. Le Parti socialiste doit le dire clairement. Ce n'est pas son programme de démanteler la protection sociale, de faire payer les retraites aux retraités. ■



**HONDA**  
The Power of Dreams®

Portes Ouvertes 12 et 13 juin

### La compacité & l'espace



Nouvelle Série Limitée  
**Jazz 1.2 i-VTEC Elegance City**

**11 990 €** Avantage client : 3 130 €<sup>(1)</sup>  
dont 100 € de bonus écologique et double prime à la casse Honda de 1 400 €

- Sièges arrière "magiques" (assises relevables et banquettes rabattables 40/60)
- Radar de recul Cobra®

### La beauté & l'intelligence



Nouvelle Série Spécialé  
**Civic 2.2 i-CTDi Evolution**

**19 990 €<sup>(2)</sup>**  
Double prime à la casse Honda de 1 400 € déduite

- Motorisation Diesel 140 ch
- Espace insoupçonné
- Série suréquipée



Tarifs conseillés au 05/05/10. Offres réservées aux particuliers chez les concessionnaires participants jusqu'au 30/06/10. (1) Avantage client : 800 € de remise concessionnaire, 520 € de suréquipement par rapport à la finition Elegance (radar de recul Cobra® et accoudoir central), 100 € de bonus écologique (selon les modalités prévues par la loi de finances 2010), 310 € d'écart de prix par rapport à la finition Elegance (au tarif de 14 600 €) et 1 400 € de double prime à la casse Honda (valable uniquement si l'achat d'une Jazz 1.2 i-VTEC Elegance City neuve est accompagné de la reprise d'un véhicule âgé de plus de 8 ans et destiné à la casse, dont 700 € de bonus gouvernemental dans le cadre de la reprise d'un véhicule de plus de 10 ans destiné à la casse). Consommation mixte : 5,3 l/100 km. Emissions de CO<sub>2</sub> : 125 g/km. (2) Prix TTC conseillé de la Civic 2.2 i-CTDi Série Spécialé Evolution, incluant 2 760 € de remise concessionnaire et 1 400 € de double prime à la casse Honda (valable uniquement si l'achat de la Civic 2.2 i-CTDi Evolution s'accompagne de la reprise d'un véhicule âgé de plus de 8 ans et destiné à la casse, dont 700 € de bonus gouvernemental dans le cadre de la reprise d'un véhicule de plus de 10 ans destiné à la casse). Prix du modèle présenté aux mêmes conditions (+ peinture métallisée à 480 €) : 20 470 €. Consommation mixte : 5,3 l/100 km. Emissions de CO<sub>2</sub> : 139 g/km. Portes ouvertes selon autorisations préfectorales et municipales. \*Donnez vie à vos rêves. [www.honda.fr](http://www.honda.fr)