

Le Monde

Economie

Opinions et stratégies, acteurs et entreprises

Schuman, réveille-toi, ils sont devenus fous!

- Fatal ou volontaire, l'éclatement de la zone euro n'est plus un tabou
- Un tel scénario est lourd de risques de récession et de crise politique
- Martin Wolf : une sortie de l'euro n'est « ni possible ni souhaitable »



Jean Monnet, l'un des « pères de l'Europe » avec Robert Schuman et Alcide De Gasperi, disait en 1952 : « Aussi longtemps que l'Europe restera morcelée, elle restera faible, et sera une source constante de conflits. Avec le plan Schuman (...)

Dossier

nous avons posé les fondations sur lesquelles nous pourrions construire les Etats-Unis d'Europe, libres, vigoureux, pacifiques et prospères. » Le spectacle qu'offrent les gouvernements européens, incapables de s'entendre sur la façon de gérer le retour de la crise financière, est éloquent : faute d'avoir fait aboutir le projet d'Union, l'Europe se morcelle à nouveau.

Pour les uns, l'abandon de la monnaie unique est souhaitable, parce qu'il permettra aux Etats de reconquérir les moyens de leur souveraineté économique face aux marchés financiers.

Pour les autres, il est inéluctable, parce que dicté par les lois « naturelles » de l'économie : le différentiel de compétitivité entre le centre et la périphérie de la zone euro est devenu trop important pour que celle-ci perdure, et les marchés ne font donc qu'anticiper cette réalité. Dont acte, de décès.

Mais l'effet immédiat d'un éclatement de la zone euro serait celui d'une cascade de défauts souverains et de faillites bancaires ; l'effet à moyen terme serait l'exacerbation des tensions sociales et des extrémismes politiques.

Alors qu'en 2008 les principaux Etats avaient réussi à adopter, au G20, une position commune qui a permis d'injecter 5000 milliards de dollars dans une économie mondiale moribonde, les ministres des finances de la zone euro, tout occupés à prouver que leur « plan d'austérité » est plus rigoureux que celui du voisin afin de garder leur triple A, ont rejeté la stratégie proposée le 18 septembre par leur homologue américain, Timothy Geithner, lors de leur réunion de Wrocław (Pologne). D'abord conjurer le risque de récession mondiale et d'éclatement de la zone euro par des dépenses supplémentaires, quitte à user au maximum du rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales ; ensuite, définir l'objectif, et surtout les moyens fiscaux, d'un

retour à long terme de l'équilibre budgétaire. Les dirigeants européens, plus royalistes que le gouverneur de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, qui les avait pourtant appelés à avoir « les poches profondes », ont préféré rester dans le cadre tracé par le mythe de la toute-puissance des marchés. Mais celle-ci n'existe qu'à proportion de leur pusillanimité. Le ballet des dirigeants internationaux qui s'est tenu la semaine dernière à Washington et à New York, à la faveur des assemblées générales de l'ONU, du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, n'a pas démenti ce constat. C'est à un Munich de la politique économique que l'on assiste aujourd'hui. ■

Antoine Reverchon

►►► Lire le dossier page 4

Acteurs p. 2

« Pierre Quesnay et la solidarité monétaire », par Jean-Marc Daniel

Chronique p. 3

« UBS : fraude ou récidivisme bancaire ? », par Paul Jorion

Recherche page 6



Prix 2011 « finance et développement durable » : ethnologie de la finance responsable

Nicolas Baverez



Quand la France perdra son AAA



Le 5 août 2011, Standard & Poor's annonçait la dégradation de la notation financière des Etats-Unis en raison de la perte de contrôle des finances publiques et, plus encore, du blocage du système politique autour du déflatement de la dette. Cette décision, si elle n'a que peu d'incidences financières à court terme, acte la perte de leadership des Etats-Unis et la fin du droit de seigneurage du dollar. La France, loin d'y voir un ultime avertissement pour rétablir l'ordre de ses comptes publics – tant il paraît improbable qu'elle puisse conserver durablement une notation supérieure à celle des Etats-Unis – a voulu y voir un satisfecit. Mais tout montre que notre pays risque de perdre à brève échéance son triple A.

La France cumule une dette publique de 85% et un déficit de 5,7% du PIB – le plus élevé après les Etats-Unis et le Royaume-Uni –, le record des dépenses (56% du PIB) et des recettes publiques (47% du PIB). Cette situation est appelée à se dégrader en raison des pertes constatées sur les aides à la Grèce (8 milliards aujourd'hui) et surtout de la dégradation de l'économie, caractérisée par une croissance molle autour de 1,5%, un chômage touchant 10% de la population active et un déficit de la balance commerciale atteignant 75 milliards d'euros. Par ailleurs, la dette française présente une vulnérabilité particulière du fait de son financement à très court terme et de sa détention à 70% par des investisseurs internationaux. Enfin, la divergence économique et sociale avec Berlin sape la crédibilité du couple franco-allemand, qui a longtemps joué en faveur de la notation française.

Le pseudo-plan de réduction du déficit témoigne de l'absence de prise de conscience de la gravité de la situation. L'effort est limité à 11 milliards d'euros quand l'Espagne et l'Italie mettent en œuvre des économies d'un montant de 50 à 80 milliards. Il porte en quasi-totalité sur des hausses d'impôts et peine à annuler 1 milliard sur les quelque 1 050 milliards de dépenses publiques. L'augmentation de la fiscalité est supportée à 45% par les entreprises quand le secteur privé ne représente plus que 44% de la richesse nationale. Dans le même temps, le déficit de la protection sociale s'envole pour atteindre 36 milliards d'euros. Tout cela sur fond d'une campagne présidentielle qui conjugue paralysie de la décision publique et démagogie, où l'on fustige la dette... tout en multipliant les dépenses.

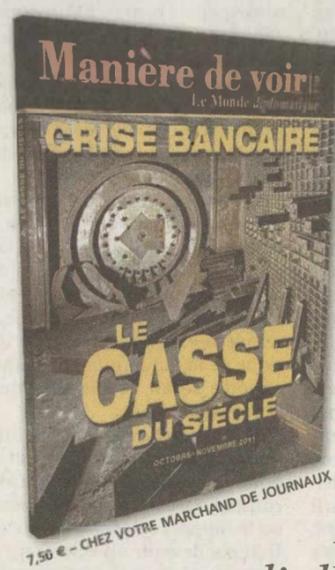
La dégradation de sa notation aura pour la France des conséquences plus douloureuses que pour les Etats-Unis, qui bénéficient du statut du dollar et de la profondeur unique de leur marché obligataire. La tension actuelle entre les taux français qui restent bas et l'ascension de la prime de risque mesurée par les CDS annonce une envolée des taux en cas de dégradation. La France entrera alors dans la spirale infernale qui voit la charge de la dette (3 milliards supplémentaires par point de taux d'intérêt) progresser plus rapidement que la croissance et les recettes fiscales.

►►► Lire la suite page 2

Annonces

Paroles d'experts Banque/assurance 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



Pouvoir des banques, soumission des gouvernants

Une publication

MONDE diplomatique

www.monde-diplomatique.fr/mdv

Quand la France perdra son AAA

►►► Suite de la chronique de Nicolas Baverez

Enfin, le Fonds de stabilité européen sera également affecté en n'étant plus adossé qu'au triple A allemand. D'un point de vue stratégique, le déclassement de la France, notamment vis-à-vis de l'Allemagne, sera consacré.

Ce Sedan financier peut encore être évité à la condition d'engager sans attendre l'issue de l'élection présidentielle un plan d'action qui s'inspire des politiques mises en œuvre par le Danemark, le Canada, la Suède ou la Finlande. Toutes ces nations ont diminué leur dette - respectivement de 53, 38, 36 et 25 points de PIB en dix ans - tout en améliorant leur compétitivité et en préservant la solidarité grâce à 80% de baisses de dépenses et 20% de hausses d'impôts. La France doit fournir d'ici quatre ans un effort de l'ordre de 120 milliards d'euros, réparti entre une centaine de milliards de baisses des dépenses publiques improductives et 20 à 25 milliards de fiscalité supplémentaire sur les ménages (TVA, CSG, tranches à 45 et 50% pour l'impôt sur le revenu). Il devrait être accompagné de privatisations à hauteur d'une dizaine de milliards d'euros et de l'encouragement de l'épargne, vitale pour stabiliser le financement de la dette et financer l'investissement productif. Enfin doit être engagée la reconstruction d'une offre nationale compétitive dans la mondialisation.

La dégradation de la notation française sanctionnera trois décennies d'un modèle économique et social insoutenable où la dette publique a été substituée à l'inflation pour distribuer des revenus fictifs, et d'incapacité de la V^e République à moderniser le pays pour répondre aux crises et aux bouleversements de l'histoire. Comme en 1983, lorsque fut effectué le tournant de la rigueur pour tenir les engagements européens et échapper à l'intervention du FMI, elle contraindra la France à effectuer le choix majeur qu'elle occulte depuis des années : réformer l'Etat et libérer la production privée, ou accepter sa relégation.

Nicolas Baverez est économiste et historien.



L'éclairage Peut-on réformer la zone euro sans la détruire ? Son explosion serait en tout cas catastrophique pour l'économie mondiale

Ni possible ni souhaitable

Par Martin Wolf

Beaucoup de membres de la zone euro aimeraient aujourd'hui démonter le kit qu'ils ont acheté il y a près de vingt ans. Mais ils n'ont d'autre solution que de le casser, avec l'ensemble de la structure de coopération européenne. Dans le même temps, le monde horrifié redoute que la zone euro ne déclenche bientôt une vague de crises, bancaires et de dettes souveraines. S'il en est ainsi, ce ne sera hélas pas la première fois que la folie européenne ruinerait le monde.

L'idéalisme qui a présidé au projet originel a disparu. Mais il apparaît que l'intérêt personnel ne suffit pas à le remplacer. Les tâtonnements des politiciens nationaux, qui doivent rendre des comptes à un électoral frustré, ne font qu'aggraver les choses. Jacques Cailloux, chef économiste Europe à la Royal Bank of Scotland (RBS), recense leurs erreurs dans un article récent. Les dirigeants de la zone euro, accuse-t-il, ne saisissent l'ampleur ni la nature de la crise, ils jouent de manière insouciant pour leurs galeries nationales respectives et voient les malfaits au pilori, alors que les mauvais prêteurs sont tout aussi coupables que les mauvais emprunteurs. Aujourd'hui, ajoute-t-il, deux nouveaux éléments sont apparus : tout d'abord, l'opinion allemande est en train de se retourner contre sa banque centrale ; en second lieu, certains politiciens, parmi lesquels Mark Rutte, le premier ministre néerlandais, évoquent la possibilité d'une sortie forcée.

Pourtant, le point central de l'union monétaire était son irréversibilité, dont dépendaient ses

avantages supposés. Toute évocation d'une sortie réintroduit le risque monétaire. Désormais, les investisseurs sont confrontés aux risques financiers, aux risques de dette souveraine et... aux risques de sortie. Cela entraînera, entre autres conséquences, un désengagement massif vis-à-vis des dettes souveraines et bancaires, et même la dislocation du marché des capitaux en composants nationaux.

Cependant, une fois le tabou levé, la possibilité d'une sortie doit être examinée. Est-elle possible, ou même souhaitable ? Toute discussion à ce sujet doit commencer par la Grèce. Nouriel Roubini (Stern School, université de New York) soutient que la Grèce devrait à la fois faire défaut et sortir. Je n'ai aucune difficulté à être d'accord avec la première proposition.

Les dirigeants européens ne saisissent ni l'ampleur ni la nature de la crise

Rares sont ceux qui croient encore qu'un énorme allègement de la dette publique du pays pourra être évité. La question est de savoir quand.

Cela signifierait-il pour autant une sortie forcée de la zone euro ? Non. C'est ce que montrent Willem Buiter et Ebrahim Rahbari de Citi dans un autre article. La sortie interviendrait en effet si rien n'était fait par le reste de la zone euro, y compris la Banque centrale européenne, pour recapitaliser et maintenir la liquidité des banques grecques. Les partenaires de la Grèce peuvent éviter une telle issue.

Mais la Grèce devrait-elle, dans son propre intérêt, chercher à sortir de la zone ? Là, les économistes sont en désaccord. M. Buiter pense qu'une dévaluation de la monnaie serait inutile, car elle serait aussitôt érodée par l'inflation. M. Roubini, en revanche, l'estime indispensable. Je suis de son avis. La Grèce souffre à la fois d'un énorme déficit des comptes courants et d'une économie en berne. Une importante dépréciation est nécessaire. Il est beaucoup plus facile de la réaliser via une dépréciation de la monnaie que par la déflation des coûts.

C'est toutefois extrêmement difficile à mettre en œuvre. Du point de vue juridique, cela exigeait que le pays quitte l'Union européenne. Celle-ci prendra-t-elle ensuite la peine de réintégrer le mouton égaré en son sein ? Peu

même avec les dettes contractées à l'étranger. De nombreuses entreprises feraient alors faillite. Un rapport d'UBS estime que le coût économique total serait de 40% à 50% du PIB la première année.

La contagion serait par ailleurs inévitable. On tenterait sans doute d'établir un pare-feu entre le pays sortant et les autres pays vulnérables de la zone. Mais ce dispositif serait poussé à ses extrêmes limites de résistance et finirait par voler en éclats. Une bonne partie de la dette grecque est détenue à l'étranger. De plus, le risque monétaire deviendrait encore plus réel pour les autres pays vulnérables, jusqu'à l'Italie et l'Espagne. Dans ces pays, ni les gouvernements ni les entreprises ne pourraient vendre facilement leurs dettes. Les banques subiraient des désengagements massifs. La BCE serait contrainte de prêter sans limite. Les interconnexions bancaires mondiales apparaîtraient alors effrayantes. Selon la Banque des règlements internationaux, les banques américaines à elles seules sont exposées à hauteur de 478 milliards d'euros en Grèce, Irlande, Italie, Portugal et Espagne.

La sortie, même d'un petit pays faible, a donc de quoi faire peur. Qu'en serait-il de la sortie d'un grand pays comme l'Allemagne ? Dans ce cas-là aussi se poseraient des problèmes juridiques, même si l'Allemagne peut sans doute obtenir une modification du traité en sa faveur. Là encore, on assisterait à un désengagement massif, mais cette fois en direction de l'Allemagne. Une sortie de Berlin conduirait probablement à la désintégration de la zone. Dans le même temps, le pays subirait un

violent choc en retour du fait que ses banques essaieraient des pertes sur la valeur de leurs actifs extérieurs et que ses exportateurs subiraient une baisse massive de compétitivité. L'analyse d'UBS estime qu'un pays fort tel que l'Allemagne pourrait enregistrer la première année une perte de 20% à 25% de son PIB. En outre, une sortie de l'euro (et donc, dans le cadre de la législation actuelle, de l'UE elle-même) du pays qui est au cœur de l'Union européenne menacerait non seulement le marché unique, mais encore l'ensemble du tissu coopératif de l'Europe d'après-guerre.

La zone euro ne peut rester en l'état, elle ne peut défaire ce qu'elle a fait, mais elle est traumatisée à l'idée d'aller de l'avant. Ce qu'il faut aujourd'hui, c'est une expansion économique agressive au centre de la zone, notamment grâce à un assouplissement immédiat de la politique monétaire de la BCE, accompagnée d'un solide soutien aux pays confrontés à l'illiquidité de leurs dettes et, dans certains cas, d'allègements importants de la dette. A plus long terme, le minimum requis est un niveau bien plus grand de solidarité et de discipline budgétaires, et un système bancaire européen unique, avec des niveaux de capitaux beaucoup plus élevés.

Est-ce faisable ? Je ne sais pas. Mais ce n'est pas parce que la zone euro se trouve sur le gril qu'elle doit sauter dans les flammes.

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 Sisyphes est endetté



La Fabrique de l'homme endetté
Maurizio Lazzarato
Editions Amsterdam,
125 pages, 10,50 euros

Robert Reich le montrait au sujet des Etats-Unis (*Le Jour d'après*, Vuibert, 185 p., 19€) : depuis vingt ans, l'endettement - des classes moyennes en particulier - a été un choix politique. Pour Maurizio Lazzarato, il semble que l'on soit aujourd'hui au bout de cette logique.

Bien sûr, cet essai est d'une incontournable actualité ; mais il est surtout intéressant parce qu'il tente de prendre de la hauteur et qu'il se présente comme une réflexion sur le temps économique. Pour l'auteur, philosophe et sociologue, le paradigme du social n'est pas l'échange symbolique, mais le rapport créancier-débité. « Transformer chaque individu en sujet économique endetté », telle est la logique du système dans lequel nous vivons aujourd'hui. *L'Homo debitor*, affirme Maurizio Lazzarato, est la nouvelle figure de *L'Homo economicus*. Il n'a plus de droit au logement, mais un crédit immobilier. Il n'a plus de droit à la scolarisation mais, sur le modèle anglo-saxon, à des prêts pour payer ses études.

La dette, et c'est la principale piqûre de rappel salutaire de ce

livre, est donc un formidable outil de contrôle social. Elle permet « de disposer à l'avance de l'avenir ». Elle conjure de façon anticipée « toute bifurcation imprévisible des comportements ». Derrière la « fabrication éthique de l'homme endetté », l'auteur voit le résultat d'« une morale de la culpabilité ». Il convoque Marx, Nietzsche, Foucault de façon un peu lourde, parfois.

Ce qui est stimulant dans sa pensée, c'est l'idée que l'on n'en a jamais fini avec la dette. Une de ses thèses les plus audacieuses, et donc évidemment discutables, est que le passage d'une dette finie à une dette « infinie », est caractéristique de la modernité. L'homme endetté serait le Sisyphes des temps modernes.

Une nouvelle séquence politique s'ouvre, estime M. Lazzarato, dont il est difficile d'anticiper les conséquences. Il y a un moment où le rapport créancier-débité finit par devenir un « chantage » permanent, écrit-il. En omettant de souligner que le chantage peut fonctionner, aussi, à double sens.

Philippe Arnaud

Les acteurs de l'économie Jean-Marc Daniel Pierre Quesnay et l'internationalisme monétaire

Dans la crise bancaire qui a rebondi cet été, un des lieux privilégiés des rencontres entre banquiers centraux demeure la Banque des règlements internationaux (BRI), installée à Bâle, en Suisse. Cette banque a été créée en 1930 pour assurer la gestion à long terme des réparations allemandes dues au titre du traité de Versailles et éviter la banqueroute de l'Allemagne, mais aussi des pays d'Europe centrale surendettés en dollars et en livres. La forte personnalité de son premier directeur a fait qu'elle a été rapidement perçue comme la « banque centrale des banques centrales », et comme l'endroit où doivent se négocier les règles bancaires internationales. Ce premier directeur était un Français, du nom de Pierre Quesnay.

Il est né en 1895. En 1914, il quitte ses études de droit pour rejoindre le front. Il est alors l'élève de Charles Rist, économiste reconnu et spécialiste de la monnaie. En 1919, Rist prend en main la carrière de Quesnay, tout juste démobilisé. Il le fait nommer à la section de Vienne de la Commission des

réparations puis, devenu sous-gouverneur de la Banque de France en 1926 sous l'autorité du gouverneur Emile Moreau, il lui offre de le rejoindre. C'est ainsi que Quesnay prend la direction du service des études économiques de la Banque. Moreau, Rist et Quesnay constituent une sorte de triumvirat dont Quesnay résume ainsi le fonctionnement : « J'ai les idées, Rist les filtre et Moreau tape du poing sur la table pour les faire aboutir... » Simultanément, il participe à la création de la Banque des règlements internationaux.

« Romantisme financier »

D'emblée, Quesnay veut donner à la nouvelle BRI une mission plus large que la simple gestion du problème financier que posent les réparations allemandes. En effet, dans le système monétaire qui sert alors de référence, celui de l'étalon-or, le retour à l'équilibre extérieur d'un pays est automatique ; mais ce retour repose sur la déflation. Quesnay juge ce principe brutal et propose que la BRI devienne le prêteur en dernier ressort des banques centra-

les, c'est-à-dire qu'elle leur prête des devises afin qu'elles disposent d'un peu plus de temps pour organiser l'ajustement économique. Son idée est que, grâce à ce gain de temps, un pays endetté peut reconstruire sa compétitivité par des gains de productivité sans avoir à baisser les salaires.

Dans sa démarche, il se heurte à de nombreuses oppositions : celle de Rist d'abord, qui reste attaché à la stricte discipline de l'étalon-or, celle des Allemands ensuite, qui ont voté contre lui lors de sa nomination comme directeur de la BRI car il est français, celle du gouvernement français enfin, qui le trouve trop conciliant avec Berlin.

En octobre 1937, se demandant si ce qu'il appelle « l'internationalisme monétaire » a un sens et s'il n'est pas victime de ses illusions qu'il qualifie de « romantisme financier », il se rend chez Emile Moreau pour lui demander conseil. Mais il se noie accidentellement dans un des étangs de la propriété de Moreau.

La BRI lui survit, mais en 1944, le Fonds monétaire international (FMI) la supplante comme gestionnaire des problèmes monétaires

internationaux. Mais comme c'est toujours au sein de la BRI que l'on débat des règles prudentielles bancaires, celles-ci, une fois adoptées, ont conservé le nom de la ville où la BRI fut implantée, Bâle.

Jean-Marc Daniel est professeur à l'ESCP-Europe.

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 :
Louis Dreyfus
Directeur du « Monde »,
membre du directoire :
Erik Izraelwicz

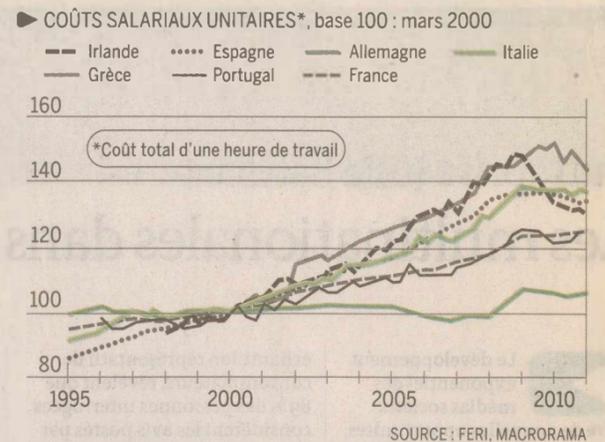
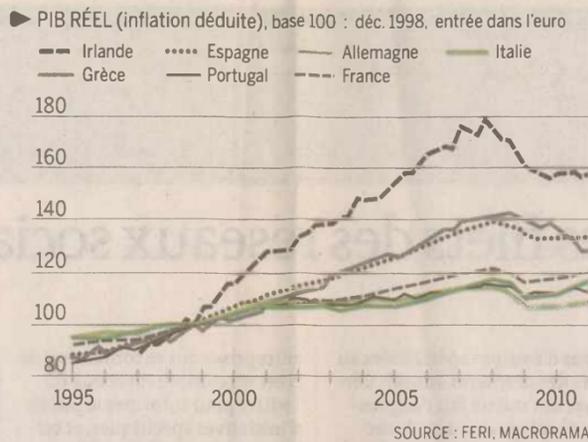
La reproduction de tout article est interdite sans l'accord de l'Administration. Commission paritaire des journaux et publications n° 0712 C 81975.
ISSN : 0395-2037

Pré-presses Le Monde
Impression Le Monde
12, rue M. Günsbourg
94852 Ivry Cedex
Printed in France



Divergences

Les économies des pays adhérant à la zone euro semblent avoir convergé... jusqu'à la formation de celle-ci. Ensuite, leurs évolutions relatives ont reflété la non-coordination de leurs politiques économiques. En Irlande, en Grèce ou en Espagne, l'activité a explosé, dopée par un endettement public et privé devenu moins cher. Les salaires et les prix ont nettement progressé. L'Espagne et l'Irlande ont pu s'afficher en modèles de vertu budgétaire. En Allemagne, au contraire, sous l'effet d'une politique de gel des salaires après le boom de la réunification, la croissance et les prix ont stagné. Les dépenses publiques ont été freinées. L'Allemagne a donc gagné en compétitivité, d'autant que la structure géographique de ses exportations était davantage orientée vers des pays dont la monnaie s'est renchérie face à l'euro, soutenant la dynamique de ses échanges extérieurs. A l'inverse, la Grèce, l'Irlande ou le Portugal ont souffert de la baisse des monnaies de leurs partenaires. L'explosion de la bulle de la dette privée et publique a ensuite dévasté les finances publiques des pays européens qui en avaient bénéficié.



Faut-il rompre avec l'ambition d'une véritable union économique... ou plutôt avec les théories et les politiques qui ont mené à sa crise ?

Cinq arguments anti-euro au banc d'essai

1 La fin de la zone euro ne serait pas si grave

Le sujet n'est plus tabou, les eurosceptiques gagnent en audience, arguant notamment que certains États retrouveraient le levier de la dévaluation compétitive... tandis que d'autres membres de l'eurozone seraient délestés du poids de la solidarité financière.

« Môme si la sortie de la Grèce est jugée coûteuse, probablement désastreuse pour la Grèce, elle est souvent considérée [par certains analystes] comme une conséquence mineure par les seize autres États membres, le reste de l'Union européenne et, plus largement, le monde », explique Willem Buiter, chef économiste de Citigroup dans une étude publiée le 13 septembre.

Mais, pour sa part, le chef économiste de Citigroup craint « qu'une sortie de la Grèce soit un désastre économique et financier pas seulement pour la Grèce, mais aussi pour les seize autres États membres de la zone euro, et qu'elle ait aussi de sévères implications économiques et politiques pour toute l'Union européenne et plus globalement l'économie mondiale ».

Pour la Grèce d'abord, le coût serait considérable. « Afin de rééquilibrer sa balance courante, la Grèce devrait dévaluer de 50 % à

60 % sa nouvelle drachme », indique Sylvain Broyer, économiste en chef adjoint de Natixis. Ce qui se traduirait par une récession durable toujours porteuse de crise politique. « Lorsque l'Espagne a dévalué sa monnaie de 30 %, au début des années 1990, également dans un contexte économique dégradé, les Espagnols ont ainsi subi une récession de 3 % », rappelle M. Broyer.

Or la Grèce est déjà sous haute tension. Confrontée à la récession depuis 2009, elle a amorcé début 2010 une cure d'austérité qui n'en finit plus, égrenant gel des salaires, baisse des pensions et hausse d'impôts, pour un faible résultat : la croissance du PIB est attendue à -5 % pour 2011.

Les effets positifs de la dévaluation seraient pour la Grèce très limités et n'interviendraient que dans un deuxième temps. Le tourisme pourrait tirer avantage de ce scénario. Mais « contrairement à l'Espagne, la Grèce ne profiterait pas à court terme d'un réel gain de compétitivité en dévaluant, car si l'Espagne était exportatrice, la part des exportations mondiales de la Grèce n'est que de 0,2 % », précise M. Broyer. En outre, l'augmentation du coût des importations induite par la dévaluation affecterait l'investissement.

Quant aux autres États membres de la zone euro, le scénario d'une sortie de la Grèce leur serait également défavorable. M. Buiter note qu'« une sortie de la Grèce est souvent jugée "europositive",

associée à un renforcement du taux de change de l'euro, principalement parce qu'elle élimine la perspective qu'un défaut de la Grèce impliquerait le risque d'une monétisation partielle de la dette grecque par la BCE ». Au contraire, estime M. Broyer : « En dévaluant, la Grèce sera dans l'incapacité de rembourser ses dettes. Sur les 280 milliards d'euros de dette extérieure grecque, près de 150 milliards seraient ainsi perdus pour les créateurs, dont les principaux sont l'Allemagne, la France, leurs banques. »

Enfin, la sortie de la Grèce provoquerait un inévitable effet domino en donnant le signal aux marchés que le mode de résolution de la crise est la sortie de la zone euro, alors que tous les États membres sont endettés.

2 Les États retrouveraient leur souveraineté

Nombre de Français jugent aujourd'hui que les intérêts nationaux sont mal défendus dans l'économie mondialisée. Un sondage réalisé en mai par l'IFOP pour l'association « Manifeste pour un débat sur le libre-échange » indique que 57 % des Français estiment que si nos partenaires européens ne veulent pas relever les droits de douanes aux frontières de l'Europe, il faudrait les relever aux frontières de la France. Ce sentiment apparemment très partagé pour-

rait laisser accroire que la déconstruction de l'Union européenne, et donc le retour à l'avant-zone euro seraient profitables aux nations. Rien n'est moins sûr.

Si, dans un premier temps, quelques États européens pourraient y gagner en compétitivité, toutefois, « les scénarios de reprise en main grâce à la sortie de la zone euro ne laisseraient pas beaucoup de liberté aux États européens dans un univers où ils ne peseraient plus grand-chose et où ils continueraient à trainer longtemps un endettement alourdi de ce fait », explique l'économiste Jean-Pierre Pagé.

Dans une économie mondialisée, l'éclatement de la zone euro ne permettrait pas aux États européens de mieux protéger leurs industries ni leurs emplois, car c'est l'Europe elle-même qui, à terme, serait éclatée et donc affaiblie face à la concurrence internationale. « Une sortie à chaud de certains pays de la zone euro serait tout à fait problématique, ne serait-ce que parce que leurs emprunteurs n'auraient pratiquement plus accès au crédit, à moins de recréer un système de financement en vase clos, à partir de l'épargne nationale et d'une création monétaire décidée par les banques centrales concernées. De toute façon, la crise ultime de l'euro déclencherait une crise financière sans précédent, plus grave encore que celle de 2008, et nous sommes désarmés devant cette hypothèse probable, pour ne pas dire certaine », affirme l'économiste Jean-Luc Gréau, qui

estime que les Européens ont manqué le coche en construisant une zone euro sans s'inspirer des précédents historiques.

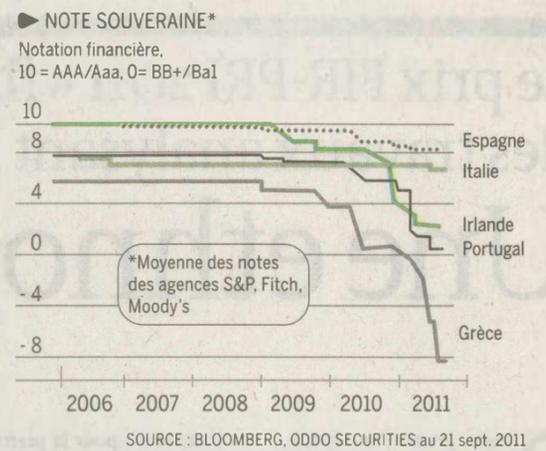
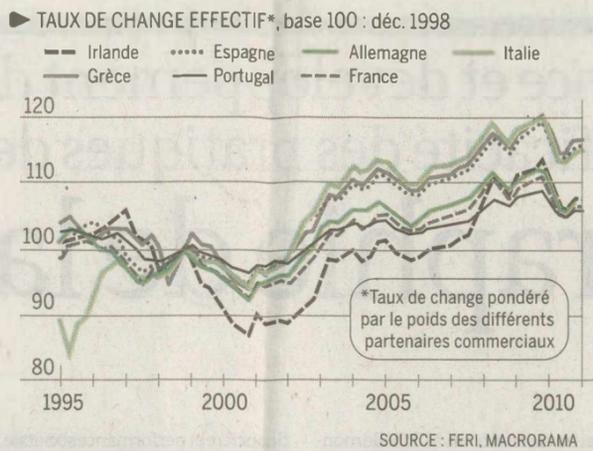
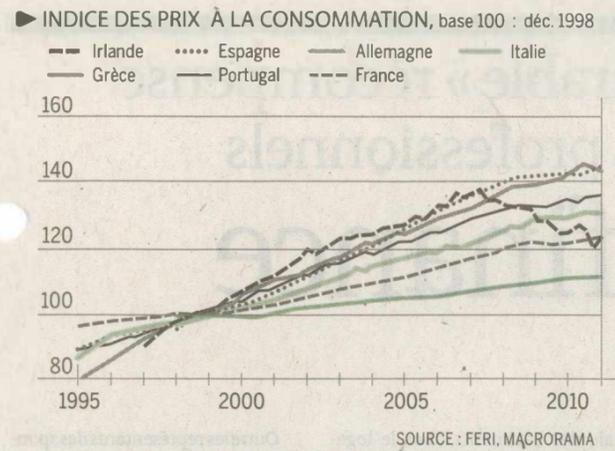
« Les unions monétaires américaine et allemande, réussies, ont été la double expression d'un processus d'unification et d'intégration nationales, assorti d'une politique commerciale résolument protectionniste », rappelle-t-il dans *Le Débat* à paraître le 29 septembre. L'Union monétaire européenne a été lancée dans un espace non national, dénué de véritable État démocratique et délibérément exposé à une concurrence mondiale décidée presque simultanément : le traité de Maastricht conclu le 11 décembre 1991 a précédé de deux ans la conclusion des accords de Genève de décembre 1993 ouvrant la marche au libre-échange mondial et à la création de l'OMC. Notre union monétaire s'inscrit en antithèse des deux expériences allemande et américaine, déplore cet économiste. L'inculture historique de nos élites, voici sans doute l'explication première de l'aventure de l'euro qui débouche sur une impasse. Elles auraient été, sinon, conduites à s'interroger : « Faut-il prendre le pari de la mondialisation commerciale ou celui de l'unification monétaire, paris exclusifs l'un de l'autre ? », écrit-il.

L'Union européenne serait donc condamnée ? Pour sortir de l'impasse, Jean-Pierre Pagé suggère que « l'Europe s'engage simultanément dans deux directions : pousser plus avant, sous contrôle démocratique, la construction inachevée de

l'Union européenne, dans les domaines de la solidarité financière et de la coordination budgétaire, qui en sont les nécessaires contreparties ; rééquilibrer l'action entreprise en faveur d'une réduction de la dette publique par un indispensable soutien de l'activité économique, qui ne saurait être réalisé par ses membres pris à la gorge en raison de leur endettement, mais seulement au niveau d'une Europe enfin dotée des ressources financières et fiscales appropriées ». Il est urgent de faire des choix. L'absence de décision concertée est destructrice pour tous les Européens.

3 Sauver la zone euro coûte trop cher

Certes, les États connaissent déjà de forts déficits et leurs moyens sont limités par leur dépendance aux marchés financiers, mais, à court terme, la Banque centrale européenne (BCE) a largement les moyens de soutenir les États en difficulté, de contrer la spéculation sur le marché de la dette et de financer des programmes de nationalisation des banques et même d'investissements d'avenir. A condition de le vouloir, que soient mises en place les institutions prévues dans le plan d'aide à la Grèce du 21 juillet et que les autorités européennes et nationales fassent preuve d'un peu d'imagination pour créer des circuits de financement. ▶▶▶



La BCE a commencé à acheter de la dette publique des Etats en difficulté à hauteur d'environ 150 milliards d'euros. Compte tenu de son bilan, elle peut aller jusqu'à environ 400 milliards sans même créer un euro de monnaie supplémentaire, ce qui est la préoccupation de cette gardienne de l'orthodoxie.

Mais la Fed, elle, a « monétisé » 900 milliards de dollars de dette publique et 175 milliards de dollars de titres d'agences publiques, et allongé la maturité de 400 milliards de dettes à court terme. Elle n'hésite pas ainsi à créer de la monnaie, mais sans générer d'inflation. En effet, la masse monétaire, compte tenu de la faible demande de crédit et de la prudence des banques, ne circule guère dans l'économie réelle.

Autre crainte exprimée par les experts les plus prudentes : celle d'une perte sur les dettes rachetées, qui transformeraient la Fed et la BCE en « bad bank ». Mais elle est aussi à relativiser. Les banques centrales sont des institutions financières à part, à qui est confié le rôle de prêteur en dernier ressort. Elles peuvent encaisser des pertes et continuer à fonctionner avec un capital négatif. Elles encaissent des revenus de leurs prêts et de leurs placements, qui peuvent les recapitaliser au fil du temps. Et les Etats peuvent aussi, en dernière extrémité, les recapitaliser en empruntant auprès d'elles. La question qui se pose est donc celle de la confiance, de la capacité des banques centrales à agir de façon efficace pour redresser l'économie menacée par la chute en récession et la déflation, le pire des maux en économie.

Pour ne pas perdre leur crédibilité, dès lors, les banques centrales ne peuvent financer à fonds perdus des économies structurellement

insolvables, sauf à terminer dans l'hyperinflation. Les modalités de l'intervention des banques centrales sont donc déterminantes : continuent-elles à mettre sous tente à oxygène des banques hors de contrôle en les abreuvant de liquidités à bas prix, et financent-elles certains Etats comme la Grèce qui, au-delà des tensions spéculatives, ne pourront rembourser leurs dettes ? Ou bien interviennent-elles pour relancer la machine économique, après la restructuration de la dette grecque et à l'appui de la nationalisation des banques ? Une décision politique forte serait à prendre.

De leur côté, les Etats ont certes des difficultés budgétaires, mais peuvent prendre des mesures fortes comme un emprunt obligatoire sur l'épargne, remettre de l'ordre dans leur système fiscal, taxer plus fortement les revenus extravagants, mettre en place une taxe sur les transactions financières...

4 L'échec européen est sanctionné par les marchés

Si les marchés attaquent la zone euro, disent nombre d'économistes, c'est qu'elle le mérite : trop de dettes, pas assez de croissance. Ils ne font que refléter la réalité.

Mais qu'est-ce que « les marchés » ? Beaucoup de formes de marchés existent, qui se distinguent par leur organisation, leur régulation, leur transparence, leur lien avec la réalité : les produits dérivés, qui ont explosé et sont peu contrôlés, permettent de parier sur les prix de valeurs ou de matières que l'on ne détient pas, sur le risque de défaut de paiement, etc.

La réalité des marchés est donc, aujourd'hui, celle du poids politi-

que, social et idéologique qu'a pris l'industrie financière et la faveur de vingt ans de dérégulation, avec pour seule boussole la maximisation des gains des investisseurs, provoquant des bulles financières, puis des krachs et des effets boule-de-neige : la hausse des taux d'intérêt rend la dette insupportable, ce qu'elle n'était pas auparavant, par exemple. Les prophéties des marchés sont ainsi autoréalisatrices, alors qu'elles n'ont pas forcément de rapport avec la réalité objective. Par exemple, la situation économique, financière et budgétaire des Etats-Unis ou du Japon est beaucoup plus dégradée que celle de l'Union européenne. La « prophétie » des marchés n'est qu'une façon de tirer bénéfice de la division et de la faiblesse politique européenne.

John Maynard Keynes avait déjà souligné que les marchés fonctionnaient comme un « concours de beauté » devant lequel les investisseurs se concurrençaient dans la convoitise. Il avait aussi souligné la dimension d'« animal spirits » (« esprits animaux ») des opérateurs et des investisseurs pris entre peur et appât du gain. De nombreuses études ont montré le fonctionnement mimétique des marchés financiers, où personne ne peut gagner en ayant raison tout seul contre la majorité des autres investisseurs. Les gérants de fonds, jugés sur leurs performances annuelles, voire semestrielles, trimestrielles ou mensuelles, sont condamnés à un comportement grégaire, incompatible avec la croyance dans la rationalité ou l'efficacité des marchés financiers.

Le choix politique serait celui d'une régulation des marchés financiers, du contrôle des établissements, de la séparation nette des activités bancaires et de crédit d'avec celles de spéculation, d'une

interdiction de la « finance de l'ombre » abritée par les paradis fiscaux et par des entités juridiques peu ou pas contrôlées, comme les fonds spéculatifs, etc. On en est encore assez loin.

Derrière les marchés et leurs opérateurs se trouvent en effet leurs donneurs d'ordres : les investisseurs et, tout au bout de la chaîne, les riches épargnants, les institutionnels (banques, fonds de pension, etc.), les autorités monétaires chinoises... « La bagarre actuellement engagée autour des dettes publiques européennes se ramène en réalité à ceci : les banques privées, renflouées par les Etats européens à grands frais en 2008, ont voulu jouer avec l'argent frais mis à leur disposition par la Banque centrale européenne (BCE) à un taux presque nul en exigeant, à leur tour, des taux exorbitants pour consentir à prêter aux Etats », analyse Gaël Giraud, chercheur au CNRS et à l'Ecole d'économie de Paris, et professeur associé à l'ES-CP-Europe. « Ce jeu malsain - qui promettait de rapporter beaucoup d'argent sans risque - finit par tourner au désavantage des banques, puisque l'explosion des taux exigés sur les dettes publiques précipite le défaut souverain des Etats. Les banques, prises à leur propre piège, se retournent alors de nouveau vers ces mêmes Etats pour exiger d'être recapitalisées au motif que, sans cela, le monde s'écroulerait... La question qui nous est posée, à nous Européens, aujourd'hui, est celle-ci : sommes-nous prêts à infliger aux banques - c'est-à-dire aux riches épargnants - le coût de leurs propres erreurs, ou allons-nous continuer à faire payer les contribuables ? C'est une question décidément politique. »

C'est effectivement sur ce sujet que nombre de décideurs ne semblent pas prêts à affronter les banques, de peur que le système finan-

cier ne s'effondre. Devant la tempête boursière que subissent les établissements financiers depuis cet été, faire appel aux investisseurs privés paraît impossible pour les recapitaliser et rétablir leur bilan après avoir épongé leurs pertes.

Or nombre d'experts et le Fonds monétaire international (FMI) préconisent une telle recapitalisation. La conclusion est que les Etats, plutôt que de jouer les dindons de la farce, doivent recapitaliser eux-mêmes les banques pour en reprendre le contrôle, et les réformer. C'est notamment la recommandation de l'économiste Philippe Brossard, président du cabinet de prévision Macrorama, qui rappelle que de telles réformes sont envisagées outre-Manche, où Northern Rock, puis la Royal Bank of Scotland, et partiellement Lloyd's, ont été nationalisées.

« Outre-Atlantique, après la crise de 1929, l'essentiel des établissements américains ont été nationalisés. En 1980, les caisses d'épargne qui avaient pris de trop grands risques financiers ont été nationalisées. En 2008, la plus grosse société d'assurances, AIG, a été nationalisée », égrène M. Brossard, qui rappelle aussi le poids des Etats régionaux dans le secteur bancaire allemand.

5 La zone euro n'est pas optimale

La « théorie économique » montre bien que la zone euro n'était pas viable : sa chute en serait la démonstration.

Mais les concepteurs de la zone euro savaient bien qu'elle ne répondait pas, depuis sa création, aux critères de la théorie économique néoclassique dite des « zones monétaires optimales » : celle-ci postule qu'utiliser une même

Pour en savoir plus

En librairie

« De l'euro bouclier à l'euro en détresse », de Jean-Luc Gréau, dans la revue *Le Débat* n° 166, éd. Gallimard, 192 pages, 17,5 €, à paraître le 29 septembre.

Sur le Web

« Après le krach des dettes publiques, reconstruire », Gaël Giraud à paraître dans l'édition d'octobre de la revue *Etudes*, n° 4154, 11 €, sur le site Internet www.revue-etudes.com.

monnaie dans une aire géographique lui impose d'être assez homogène et flexible, puisque l'ajustement des chocs extérieurs ne peut plus se faire par le taux de change (la dévaluation), mais par une réduction des prix et des salaires.

Mais cette théorie - qui anticipait la décomposition du système monétaire international de changes fixes né des accords de Bretton Woods d'après-guerre, intervenue en 1971 - reflète une vision « naturaliste » de la monnaie, simple support des échanges privés. « Or, comme l'a montré Charles Goodhart (London School of Economics) l'extension géographique d'une monnaie correspond le plus souvent, historiquement, aux limites d'un Etat. Celles-ci ne correspondent que rarement à une zone monétaire optimale telle que définie par la théorie. Car la monnaie, au-delà de sa fonction économique, est aussi un bien public, générateur de lien social et politique », expliquait Michel Aglietta dans « Le Monde Economie » du 1^{er} juin 2010.

S'il existe des disparités entre les Etats américains - ou, à l'époque du deutschemark, entre les Länder allemands -, des institutions politiques fédérales et des mécanismes de solidarité ont été institués. Dans une zone monétaire commune, les pays et les régions ont tendance à se spécialiser ; un lien politique doit donc compenser les disparités. C'est le pari politique qui avait été fait lors du lancement de l'euro, pari qui n'a pas été tenu.

Si l'on s'en tient à la construction actuelle de l'euro - monétariste, allergique à toute inflation et sans contrepoids politique organisé - et à une approche par les zones monétaires optimales, les pays en difficulté devraient encaisser une pression déflationniste insupportable : « Si la Grèce devait obéir simultanément à tous les critères de Maastricht (inflation annuelle de 2 %, déficit public de 3 %, monnaie unique), il lui faudrait pas loin d'un siècle - sous des hypothèses macroéconomiques classiques - pour rattraper la productivité allemande. C'est donc impossible, sauf à une condition : que les salariés européens des pays moins compétitifs que l'Allemagne consentent à augmenter leur productivité sans augmentation de salaire. Dans ce cas, et dans ce cas uniquement, la convergence est possible (en théorie) », estime Gaël Giraud.

On mesure aujourd'hui le poids des errements théoriques, associés à des abandons politiques, dans la crise de la zone euro : mieux vaudrait y mettre fin que de continuer à les invoquer comme des talismans. ■

Anne Rodier et
Adrien de Tricornot

« En 1929, les partisans d'une action concertée étaient rares »

Jean-Marc Daniel, professeur d'économie à l'Ecole supérieure de commerce de Paris (ESCP)-Europe

En 1929, quels furent les arguments des Etats pour ne pas lutter collectivement contre les effets de la crise ?

Les dirigeants politiques de l'époque croient aux vertus du laisser-faire et sont convaincus que le marché retrouvera son équilibre dès lors qu'on ne s'en mêle pas. Les années 1920 ont été des années de forte croissance, et ils anticipent un retour rapide à cette croissance. Le problème qui domine les sommets internationaux depuis la fin de la première guerre mondiale est monétaire. Il s'agit des conditions de retour à l'étalon-or et de celui des transferts de fonds liés aux réparations allemandes. Résultat, les hommes importants sont les banquiers centraux, notamment le Français Emile Moreau, le Britannique Montagu Norman, l'Américain Benjamin Strong et l'Allemand Hjalmar Schacht.

Strong joue un rôle déterminant de coordination, mais il meurt en 1928. Après lui, aucune vraie démarche de concertation n'aura lieu, si bien que la crise de 1929 a dégénéré rapidement en réflexes protectionnistes.

Dès juin 1930, les Etats-Unis adoptent des tarifs douaniers assassins qui privent l'Allemagne



d'une part importante de ses débouchés. Mais l'évolution la plus spectaculaire est celle du Royaume-Uni. Défenseurs traditionnels du libre-échange et de l'étalon-or, les Anglais, qui sont revenus en 1925 à la parité or de la livre d'avant-guerre, refusent toute dévaluation et toute action de coercition sur le commerce mondial. Puis, sous la pression de la spéculation, la livre flotte à partir de septembre 1931 et, en août 1932, les Anglais adoptent la « préférence impériale », c'est-à-dire un protectionnisme à l'échelle de leur empire colonial. Ce revirement marque la rupture entre la politique économique libérale de la Belle Epoque et celle, protectionniste, des années 1930.

Y a-t-il eu des partisans d'une action concertée ?

Ils furent en fait assez rares. Le responsable du Trésor britannique, Ralph Hawtrey, qui théorise le rôle essentiel de la Banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort, pensait qu'il fallait éviter la déflation et militait pour une entente entre les grands pays et une revalorisation concertée du prix de l'or. Les dirigeants français défendaient aussi une logique de maintien de l'étalon-or et instituèrent ce qu'on a appelé le « Bloc de l'or », dont l'objectif était de maintenir un change fixe entre les membres du bloc pour éviter les dévaluations compétitives et déstabilisantes. L'Italie, qui adhéra au début au Bloc, se persuada assez vite que les Français, en affichant leur rigueur monétaire, avaient pour objectif de supplanter la livre et le dollar. Au final, tout cela se termina par des enchaînements de dévaluation, la France finissant par céder, en 1936. Après guerre, un des objectifs du sommet de Bretton Woods était de ne plus jamais retrouver cette situation.

La situation est-elle comparable aujourd'hui ?

Il y a deux différences claires aujourd'hui : d'une part, la réfé-

rence monétaire mondiale est le dollar, c'est-à-dire la devise d'un pays ; d'autre part, nous sommes en change flottant, si bien que les dévaluations se font au jour le jour sur le marché des changes. Mais, le plus important, c'est que, jusqu'à présent, personne n'a engagé d'action protectionniste.

La responsabilité des gouvernements est-elle la même d'une crise à l'autre ?

Les deux crises sont des crises du crédit et relèvent d'une même logique : normalement, la créa-

Parcours

2010 Professeur à l'ESCP-Europe et à l'Ecole des mines de Paris, Jean-Marc Daniel publie *Histoire vivante de la pensée économique* (Pearson). Il est chroniqueur régulier au « Monde Economie ».

2008 Publie *La Politique économique* (PUF, coll. « Que sais-je ? », réédition en 2010).

2005 Prend la tête de *Sociétal*, revue proche de l'Institut de l'entreprise.

1991 Economiste à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE).

Propos recueillis par
Pierre Jullien

Le prix FIR-PRI 2011 « finance et développement durable » récompense des travaux analysant l'efficacité des pratiques des professionnels

Une ethnographie de la finance

Quelle grande entreprise, quel gestionnaire de fonds d'investissement ne proclame pas aujourd'hui son implication dans le développement durable et l'attention qu'il porte à sa responsabilité sociale et environnementale (RSE)? Le « reporting extra-financier » est désormais l'objet de palmarès, de classements... et de fructueux contrats pour l'industrie du « consulting ». Mais que se passe-t-il réellement sur le terrain?

« Nous sommes dans une phase où il faut maintenant aller voir ce que les entreprises font vraiment », observe Nicolas Mottis, professeur à l'Essec et président du jury de la dixième édition du Prix européen « Finance et développement durable », organisé par le Forum pour l'investissement responsable (FIR)

en association, pour la première fois cette année, avec les PRI (*Principles for Responsible Investment*, lancé par les Nations unies), faisant ainsi de ce prix la déclinaison européenne du prix mondial qui sera décerné mardi 27 septembre à Stockholm (Suède).

Immersion

Le Prix de la meilleure thèse, remis le 26 septembre à Paris, a récompensé une « enquête ethnographique » menée pendant trois ans en immersion au sein d'une équipe de gestion de fonds ISR (investissement socialement responsable); le Prix du meilleur master est allé à l'étude du processus de décision d'investissement chez les acteurs de l'ISR. Mais cette tendance à « coller au plus près du terrain » apparaît dans l'ensemble

des travaux en cours à l'échelle mondiale, note Nicolas Mottis, qui veut voir le signe que, l'ISR étant maintenant bien installée dans l'industrie financière, celle-ci demande désormais des études empiriques qui lui permettraient de déterminer les « meilleures pratiques ». La littérature renoue ainsi avec la recherche de la corrélation entre performance

Trois bourses de recherche attribuées

Le jury du Prix de la recherche européenne « Finance et développement durable » 2011 a attribué trois bourses de recherche, à :
– Alexandra Duarte Correia (université libre d'Amsterdam, Pays-Bas) : « La Boîte noire du reporting extra-financier sur le marché des capitaux »;
– Marco Heimann (université de

financière et performance sociétale, comme le montre le Prix du meilleur article, consacré à la corrélation entre satisfaction des salariés et performance boursière.

Une autre tendance de la recherche est de se concentrer sur des thèmes plus étroits, comme, par exemple, les indicateurs de la biodiversité, la performance environnemen-

tale des bâtiments dans le logement social, le stress au travail, ou le marché des gaz à effet de serre.

Le jury a désigné, parmi 51 contributions d'auteurs de 21 nationalités, venant de 10 universités, un gagnant pour le meilleur article, un pour le meilleur mémoire de master, et un pour la meilleure thèse, ainsi que trois bénéficiaires d'une bourse de projet de recherche.

Chaque prix fait l'objet d'une dotation de 5 000 euros; chaque bourse de 3 000 euros. Ils sont financés par douze sociétés: Allianz Global Investors France, Caisse des dépôts, Crédit agricole, Dexia Asset Management, FRR, Groupama Asset Management, Macif Gestion, Natixis Asset Management, Oddo Securities, Paris-Europlace, RAFF et Sycomore Asset Management.

Outre les représentants des sponsors, des organisateurs et partenaires – Claude Jouven (FIR) et Natalie Benisch (PRI) –, le jury était composé de José Allouche (IAE Paris-I Sorbonne), Patricia Crifo (Ecole polytechnique), Jim Hawley (Saint Mary's College of California, Etats-Unis), Céline Louche (Vlerick Leuven Gent Management School, Belgique), Bernard Marois (HEC), Nicolas Mottis (Essec, président du jury), Bouchra M'Zali (université du Québec à Montréal, Canada) et Sébastien Pouget (école d'économie Toulouse).

Il a choisi les gagnants parmi les auteurs de huit thèses, de onze mémoires de master et de vingt-cinq articles. Les trois bénéficiaires des bourses ont été choisis parmi sept candidats. ■

Antoine Reverchon

« Les investisseurs incitent peu aux pratiques responsables »

Madeleine Evans, meilleur master

Vos travaux visent à déterminer les moyens par lesquels les « investisseurs socialement responsables » (ISR), qui poursuivent un double objectif de rendement financier et d'amélioration sociétale, peuvent concilier ces deux exigences. Pourquoi avez-vous choisi ce thème ?

« Parce que si nous sommes capables de répondre à cette question, il n'y aura plus d'excuses pour diriger l'investissement vers des projets aux effets sociaux ou environnementaux négatifs !



ces professionnels : tout d'abord, les incitations « de marché » (rentabilité et stratégie de l'entreprise, environnement dans lequel elle opère); ensuite, les incitations implicites, générées par les relations entre l'entreprise et l'investisseur autour de choix opérationnels et d'objectifs sociétaux spécifiques; enfin, les incitations contractuelles, constituées par les conditions de versement de l'investissement en fonction d'objectifs mesurés.

Or, d'une manière générale, les investisseurs ISR conviennent

que les incitations de marché sont de loin les éléments déterminants de l'équilibre entre retours financiers et impact social.

Du côté des incitations implicites, les investisseurs accordent une très grande importance au fait que l'équipe de management soit animée de valeurs « responsables ». Ce phénomène est corroboré par la tendance récente consistant à investir dans des « entreprises sociales », qui poursuivent des objectifs explicitement sociétaux. Mais cette attention aux valeurs ne signifie pas toujours que l'équilibre social-financier est atteint.

Qu'en est-il des incitations contractuelles ?

Paradoxalement, alors que la théorie recommande l'utilisation de systèmes d'évaluation et de financement incitant à améliorer la performance, financière comme « sociétale », la majorité des investisseurs ISR utilisent des instruments standard. Un seul m'a déclaré verser une prime en

2011 Après un master à la London School of Economics et des études à Wharton (Pennsylvanie), Madeleine Evans entre comme analyste au fonds ISR Terra Firma Capital Partners, à Londres. Elle est cofondatrice d'Impact Generation Network, qui associe étudiants et jeunes professionnels engagés dans l'entrepreneuriat social.

actions si les objectifs sociétaux sont atteints. Les IFD, eux, ajoutent généralement des exigences qui permettent à l'investisseur de déclencher un événement de crédit si les résultats sociétaux tombent en dessous de seuils minimaux. Je pense que les investisseurs pourraient beaucoup plus utiliser de telles incitations contractuelles pour que les entreprises ne soient l'objet d'aucune incitation de marché contraire à leurs objectifs sociétaux. ■

Propos recueillis par A. R. (traduction Gilles Berton)

« L'influence de l'ISR grandit dans la gestion d'actifs »

Diane-Laure Arjaliès, meilleure thèse

Vous avez mené pendant trois ans une « enquête ethnographique » au sein d'une société française de gestion d'actifs en tant qu'analyste « investissement socialement responsable » (ISR). Pourquoi cette méthode ?

« Partager le quotidien des gérants, des analystes, des commerciaux, des acteurs du back et du middle office, des clients, etc., m'a permis de mieux comprendre les difficultés auxquelles font face les acteurs financiers lorsqu'ils cherchent à intégrer des critères non financiers et de long terme dans leurs pratiques. J'ai toujours été convaincue que les plus grands changements venaient de l'intérieur des organisations : si vous voulez que quelque chose change, il faut que le changement vienne de lui.

Qu'avez-vous observé ?

« Que l'influence de l'ISR est grandissante dans le secteur. De plus en plus de sociétés de gestion d'actifs intègrent des critères ISR dans leurs portefeuilles, y compris dans des types d'investissement dits « conventionnels ». En effet, il existe une demande croissante de la part des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, de plus en plus de professionnels de la gestion d'actifs sont convaincus que la performance d'une entreprise ou d'un pays dépend aussi de facteurs non financiers tels que la bonne anticipation des conséquences du réchauffement climatique sur l'activité ou l'investissement d'un pays dans l'éducation. Mais l'intégration de critères ISR dans les pratiques des sociétés de gestion d'actifs n'est pas aisée, surtout en période de tension comme durant la crise.

Pourquoi ?

« Premièrement, il est très difficile de demander à un gérant ou à un analyste de penser « long terme » lorsque la performance des

2010 Après avoir obtenu son doctorat (Paris-X-Nanterre et Essec) avec sa thèse « Un changement institutionnel en action : le cas de l'investissement socialement responsable », Diane-Laure Arjaliès devient professeur assistant à HEC.

2004-2009 Analyste ISR à Macif Gestion.



fonds est évaluée de manière hebdomadaire (au mieux mensuelle), y compris celle des fonds ISR.

Comment justifier la présence d'une entreprise dans laquelle on croit à un horizon de quelques années, si cette dernière ne cesse d'avoir des contre-performances pendant des mois ? Peu de clients l'acceptent dans les faits. Beaucoup ne sont pas prêts à sacrifier une quelconque performance financière à court terme du fait de la prise en compte de critères ISR.

Deuxièmement, les gérants et les analystes peinent à intégrer des critères ISR, souvent qualitatifs, dans les modèles financiers, essentiellement quantitatifs qu'ils utilisent. Ils ont souvent une forte culture mathématique et économétrique, et ont du mal à valoriser des éléments non matériels. Ceci est d'autant plus vrai en « gestion taux » (dette corporate ou Etats) – en comparaison avec la gestion actions – car la « gestion taux » repose dans une large mesure sur des modèles actuariels et des critères macroéconomiques assez éloignés de ce qui caractérise les émetteurs, notamment les Etats. L'intégration de l'ISR et des préoccupations de long terme dans la gestion de la dette pourrait d'ailleurs apporter un nouvel éclairage sur la crise de la dette actuelle.

Peut-on lever ces obstacles ?

« Les acteurs non financiers – acteurs publics, ONG, société civile, entreprises, etc. – doivent prendre une plus grande part à la réflexion qui est actuellement menée par les tenants de l'ISR au sein du monde financier. Après le Grenelle de l'environnement, il serait peut-être souhaitable d'envisager un Grenelle de la finance responsable ? ■

Propos recueillis par A. R.

« Satisfaction des salariés et valeur de l'action sont corrélées »

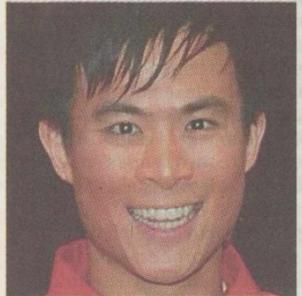
Alex Edmans, meilleur article

Vos recherches vous ont permis d'établir un lien entre la performance boursière à long terme d'une entreprise et la satisfaction de ses salariés. Comment avez-vous procédé ?

« J'ai utilisé la publication « 100 Best Companies to Work For in America » sur la période 1984-2009, et j'ai pu montrer que la performance boursière de ce portefeuille d'entreprises est supérieure à celle du marché de 2% à 3% en moyenne chaque année. J'ai bien sûr neutralisé les effets d'appartenance sectorielle, de taille, de survalorisation (comme pour Google), etc. J'ai aussi montré que ce portefeuille dégageait systématiquement une profitabilité supérieure aux prévisions des analystes.

Que faut-il en conclure ?

« D'abord, que la satisfaction des salariés est corrélée positivement à la valeur de l'action, ce qui vient contredire la vision traditionnelle selon laquelle les salariés sont un coût qu'il convient de minimiser.



Les stratégies managériales sont, en fonction de cette conception, orientées vers la nécessité de faire travailler les salariés aussi durement que possible et de les payer aussi peu que possible, car tout ce qui est donné aux salariés l'est aux dépens des actionnaires. Par conséquent, un haut degré de satisfaction des salariés indiquerait que ceux-ci étaient sous-occupés ou surpayés. Cette conception du management s'illustre à l'extrême par le recours aux *sweatshops* [littéralement « ateliers de la sueur »] dans les pays en développement, ou par la prescription détaillée des tâches dans des

entreprises comme McDonald's. La motivation n'est obtenue que par des moyens purement financiers... ou par la peur du licenciement. Mais le monde change.

Aujourd'hui, on demande aux salariés créativité et initiative, dont la rémunération est rendue difficile par la difficulté à mesurer les résultats immatériels (relations clients, innovations, travail d'équipe). Dans ces conditions, la satisfaction des salariés peut avoir de nombreux avantages pour l'actionnaire. Elle accroît l'identification à la firme, et pousse... à travailler plus !

Vos travaux discutent aussi la valeur de marché des actifs immatériels comme l'implication des salariés. Comment ?

« Bien que les entreprises parlent sans cesse de la nécessité d'investir dans le « capital humain », elles ne le font guère parce que, si le coût d'un tel investissement est immédiat, son bénéfice ne peut être observé qu'à long terme. Cette myopie tient au fait que les managers sont convain-

2011 Professeur à la Wharton School (université de Pennsylvanie) depuis 2007, il est nommé chercheur au National Bureau of Economic Research.

2007 Doctorat au Massachusetts Institute of Technology.

cus qu'il est difficile d'informer le marché du retour sur ce type d'investissement. Au final, les marchés s'avèrent incapables de valoriser rapidement cette information sur les actifs intangibles de l'entreprise, alors qu'elle est disponible.

Ma recherche montre enfin qu'il est possible de sortir du dilemme classique de l'« investisseur socialement responsable », contraint de choisir entre ses convictions et la rentabilité. La corrélation entre satisfaction et performance boursière montre que les investisseurs peuvent être gagnants sur les deux tableaux. ■

Propos recueillis par A. R.

1062

« Prendre ses pertes » sur la dette de la Grèce est une fausse solution Un défaut provoquerait un effet domino désastreux pour la zone euro

Patrick Artus

Directeur de la recherche
et des études à la banque Natixis

Laurence Boone

Directrice des études économiques
européennes de Bank of America ML

De plus en plus de voix semblent s'élever pour dire que la seule solution pour sortir de la crise des dettes publiques dans la zone euro est d'accepter de « prendre ses pertes », ce qui signifie un défaut important sur la dette grecque (50 % au moins) à la charge des banques, des investisseurs institutionnels (sociétés d'assurances, caisses de retraite...), et des Etats, ce qui permettrait d'assainir la situation financière de la Grèce, comme de la zone euro.

Cela serait juste si la Grèce était un petit cas isolé, mais trois facteurs remettent en cause ce postulat : la Grèce n'est pas isolée dans la zone euro, d'autres pays sont non solvables en l'absence de réformes importantes, notamment l'Italie, et surtout le défaut d'un pays rend crédible le défaut potentiel de tous les pays ayant besoin de réformes pour assurer la solvabilité de leurs finances. Ce n'est pas une coïnciden-

ce si les taux que paient l'Italie et l'Espagne pour s'endetter ont augmenté peu après que la zone euro a orchestré un mini-défait grec.

Nous pensons que si la Grèce était un pays isolé, la solution consistant à faire un défaut et une forte dévaluation du taux de change serait la meilleure : elle permettrait à la Grèce d'alléger le poids de sa dette publique et d'espérer reconstituer une capacité à exporter et à créer des emplois à moyen terme, après une période transitoire très difficile.

Mais la Grèce faisant partie de la zone euro, la situation est très différente : en l'absence de mécanisme de résolution de crise organisé, les investisseurs craignent que le traitement de la Grèce serve de précédent pour tous les pays en situation difficile. Ainsi, un défaut massif de la Grèce, avec sortie ou non de la zone euro, conduirait à une aggravation rapide de la crise dans d'autres pays fragiles, et ce jusqu'à l'Italie, ébranlant l'euro dans ses fondations, avec un risque d'explosion de la zone. Le choix auquel sont confrontés les gouvernements est donc binaire : sauver la Grèce ou courir le risque de perdre l'euro.

La situation de la Grèce est terrible : en un an, le PIB a reculé de 6 %, l'emploi de 5 %, le pouvoir d'achat de 15 %. La baisse des salaires n'a pas suffi à redresser le commerce extérieur, les exportations continuent de reculer. Au total, le déficit extérieur représente toujours 12 % du PIB. Dans cette configuration, il semble impossible de réduire le déficit public. Malgré

des mesures de rigueur supplémentaires, il serait encore de 10 % du PIB cette année alors que l'objectif était de le ramener à 7,5 %. La Grèce est entrée dans une spirale dépressive dont elle aura du mal à sortir sans aide extérieure.

Si la Grèce était un pays isolé, il y aurait un large consensus sur les mesures à prendre : défaut très important (50 % ou plus) sur la dette publique, dévaluation massive. Cette politique aurait des effets très durs à court terme. Mais l'expérience de l'Espagne et l'Italie, sorties du système monétaire européen en 1992, montre que les fortes dévaluations (30 % à 40 %) génèrent à moyen terme une croissance rapide tirée par les exportations et les investissements étrangers. Progressivement, le déficit extérieur est éliminé.

L'appartenance de la Grèce à l'union monétaire change la donne. Les investisseurs ont tendance à considérer que la méthode appliquée à un pays de la zone euro sert de cadre, de modèle pour le traitement des autres pays. Si la Grèce faisait défaut, ils anticiperaient donc un défaut des autres pays en situation difficile.

Le Portugal, puis peut-être l'Espagne et, plus grave, l'Italie seraient secoués. On change alors de dimension : la dette de la Grèce est de 450 milliards d'euros, mais celle de l'Italie de près de 2 000 milliards d'euros. Aucun fonds, aucun montage financier ne peut assurer le sauvetage de l'Italie. Et l'Italie représente un risque systémique massif pour le système financier européen et mondial.

En outre, un défaut ouvrirait la porte à des anticipations de sortie de la zone euro. Comme le défaut sur la dette publique ne résoudrait pas l'énorme déficit extérieur de la Grèce (12 % du PIB environ), la Grèce devrait quand même continuer à s'endetter auprès du reste de l'Europe, et le taux d'endettement public remonterait. Pour enrayer cette spirale, la Grèce serait amenée à considérer la négociation d'une sortie de la zone euro. Ces anticipations seraient alors appliquées au cas de l'Espagne par exemple.

« La dette de la Grèce est de 450 milliards d'euros, mais celle de l'Italie de près de 2 000 milliards d'euros »

Le risque de défaut et l'onde de choc que cela peut entraîner chez les investisseurs avec un effet domino d'une ampleur sans précédent ne peut être négligé : on ne peut courir le risque, dans un marché aussi fragile, de déclencher une telle onde. Déjà l'Italie connaît des difficultés croissantes : à lever de l'argent sur les marchés.

Si l'on ne peut envisager un défaut, il faut donc envisager une autre solution : celle du soutien sans faille à la Grèce, quitte à durcir les conditions de mise en œuvre de ce soutien, non sous forme de mesures sup-

plémentaires mais d'ingérence dans la politique économique. Ce soutien devrait se manifester sous deux formes : le financement pendant au moins cinq ans (le temps minimal pour que de telles réformes aient un impact sur la croissance) et un soutien plus direct à la croissance.

Cela pourrait prendre la forme d'une *task force*, comme il semble s'en monter une à Bruxelles, qui interviendrait dans la politique économique du pays. Le soutien à une fiscalité attrayante pour les entreprises, comme l'a montré l'Irlande, serait une avancée très positive. Les négociations sur les plans de soutien et la réforme du fonds de soutien aux pays en difficulté montrent la réticence des pays du Nord à s'engager dans cette voie. Cependant, si le soutien à la Grèce s'arrête, le scénario catastrophe du défaut sera enclenché.

Ce n'est pas la bonne solution pour obtenir des réformes de la Grèce : il serait plus efficace de renchérir l'ingérence économique, en la faisant entériner par un vote populaire afin d'en asseoir la légitimité démocratique. Faut-il laisser un scénario de défaut domino avec des conséquences désastreuses pour l'UE se mettre en place, alors que d'autres solutions sont possibles ? Les pays du Nord de la zone euro ne sont pas en situation de négocier : ils perdraient avec l'explosion de l'euro non seulement les créances des pays du Sud, mais aussi en termes de commerce extérieur, avec un risque non négligeable de faire exploser, aussi, le marché unique. ■