



Gabrielle Bourgeois, KOT pour Hommes & Commerce

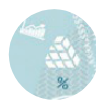
“Business as usual”... ou “crisis as usual” ?

Trois ans après la crise financière la plus grave depuis la Grande Dépression, et qu'on croyait terminée, les marchés ont de nouveau chuté l'été dernier. Les pays développés craignent d'entrer en récession. Doit-on s'habituer à vivre dans un monde en crise permanente ? Six diplômés nous livrent leur diagnostic.

La crise des subprimes, en 2007, a déclenché des pertes colossales chez les établissements financiers, la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, et, par un effet de contagion inédit dans l'histoire, une crise financière et économique de dimension mondiale. Les politiques ont pointé du doigt les prises de risques inconsidérées des banques, l'incapacité des agences de notation à évaluer correctement des titres complexes, ou encore le vide réglementaire face à des instruments comme les dérivés.

Avec des initiatives comme Bâle III ou Solvency II, les régulateurs ont voulu tirer la leçon de ces excès, mais ils ont été pris de vitesse. Les marchés ont replongé l'été dernier, avec pour catalyseur la dégradation de la note des États-Unis par l'agence Standard & Poor's. Les craintes de récession sont réapparues. La Grèce, puis l'Italie ou encore l'Espagne ont vu leurs taux d'emprunt s'enflammer dangereusement. Comme la presse nous le rappelle chaque jour, ces États se trouvent dans le collimateur des marchés.

Qui sont-ils, justement, ces “marchés” ? Des places virtuelles où viennent s'échanger des titres de dette, des devises, des actions, par milliers de milliards de dollars chaque jour. À eux seuls, les encours de produits dérivés représentent plus de dix fois le PIB mondial. Plus de la moitié des transactions financières sont réalisées par des ordinateurs. La déconnexion entre finance et économie n'a jamais paru aussi forte. Le système est-il devenu fou ? Peut-on, doit-on remettre les marchés et la finance au service de l'économie et de la société ? Si oui, comment ?



40 → **Nicole Arditti (H.76)**, gérant chez Lazard Frères, au sein de l'équipe de conseil international



41 → **Olivier Lacoste (H.88)**, maître de conférences à Sciences-Po, auteur de “Comprendre les crises financières”



42 → **Marc Fiorentino (H82)**, président d'EuroLand Corporate



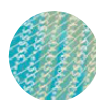
43 → **David Thesmar**, professeur de finance à HEC, auteur du livre “Le Grand Méchant Marché”



44 → **Philippe Messenger (H.80)**, président de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise



45 → **Édouard Tétreau (H.92)**, associé gérant de Mediafin et auteur de “20 000 milliards de dollars”



46 → **Des diplômés HEC**, dans une discussion postée sur le groupe “Association des diplômés HEC” de LinkedIn (11 180 membres à fin janvier)



La bulle de crédit arrangeait tout le monde, car elle générerait de la croissance.

NICOLE ARDITTI (H.76), GÉRANT CHEZ LAZARD FRÈRES, AU SEIN DE L'ÉQUIPE DE CONSEIL INTERNATIONAL

“Les États auraient dû mener des politiques contra-cycliques et profiter des périodes de croissance pour réduire leurs déficits.”

Quelles sont les origines de la crise actuelle ?

Elle trouve d'abord racine dans le déséquilibre des échanges entre les États-Unis et la Chine. La sous-évaluation du yuan permet à l'Empire du Milieu de multiplier les excédents commerciaux vis-à-vis de son partenaire américain. Les réserves de change ainsi accumulées sont placées par les Chinois... aux États-Unis. En conséquence, l'État américain, malgré des déficits élevés, a continué de se financer à bon prix. De même, les citoyens américains ont pu s'endetter facilement pour consommer (des produits chinois...) et financer leur logement. D'où la crise des subprimes en 2007-2008. La bulle de crédit arrangeait tout le monde, car elle générerait de la croissance. L'autre source majeure de la crise, c'est la dérive des dettes souveraines dans les pays développés. Les États auraient dû mener des politiques contra-cycliques et profiter des périodes de croissance pour réduire leurs déficits, mais il n'en a rien été. La France, pour ne citer qu'elle, n'a pas présenté de budget équilibré depuis 1974. Par manque de courage, les politiques n'ont pas mené les réformes nécessaires de réduction de la dépense publique, tandis que les citoyens électeurs s'accrochaient à leurs avantages acquis et aux bienfaits de l'État providence.

Au final, un enchaînement fatal. La crise de la dette privée, en 2007-2008, qui a nécessité une intervention des États, s'est transformée en crise de la dette publique. Mais comme les banques détiennent des titres souverains, cela génère à présent des pertes pour le secteur privé ! La boucle est bouclée...

Quelle part de responsabilité portent les banques ?

La concurrence entre les établissements financiers réduit les marges de leurs activités traditionnelles, comme le prêt aux entreprises. Le trading pour compte propre et les activités de marché génèrent plus de profit que les services aux tiers. Pour atteindre des niveaux de rentabilité de l'ordre de 15-20 % et satisfaire leurs actionnaires, les banques ont donc été amenées à prendre des risques de plus en plus importants.

Et les régulateurs ?

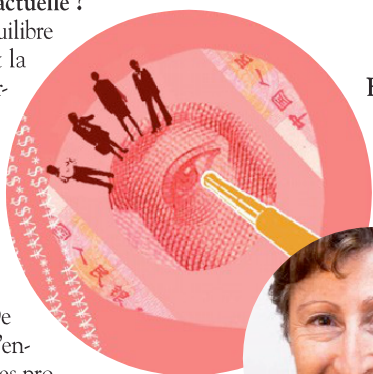
Les ratios de capital ne considèrent pas les créances souveraines avec un pays de la zone euro comme un actif risqué. Cela a incité les banques à acheter massivement des obligations d'État – qui ne sont pourtant pas sans risque, les événements récents nous le démontrent. Quant aux fonds alternatifs (hedge funds), ils n'ont pas été régulés. Nous n'avons pas vraiment de prise sur ces acteurs.

La défiance actuelle des marchés vis-à-vis de la zone euro est-elle justifiée ?

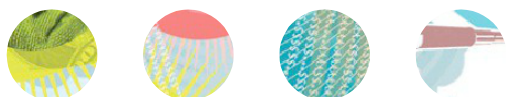
L'Europe souffre d'un problème de gouvernance. Elle a construit l'union monétaire, mais pas l'union économique. Elle n'est pas allée au bout de l'exercice. La Grèce a longtemps réussi à emprunter à un taux proche de celui des autres pays de la zone euro parce que les marchés estimaient qu'il y avait une sorte de garantie implicite. Mais l'an dernier, des voix, en Allemagne notamment, ont mis en doute cette solidarité. C'est là que les marchés se sont affolés. Il s'agit avant tout d'une crise de confiance : il manque une vision claire, commune et crédible de la part des dirigeants politiques européens.

Quelles solutions préconisez-vous pour restaurer la confiance ?

À court terme, il est nécessaire que les gouvernements fassent preuve de davantage de discipline budgétaire. Un déficit de 5 % en période de crise, ça ne me choque pas, à condition qu'en période de croissance, on en profite pour annuler le déficit. À cette condition, la banque centrale européenne pourra se positionner en prêteur en dernier ressort pour les États (ce qui est le cas d'autres banques centrales comme la Fed ou la Bank of England). À moyen terme, une évolution de l'architecture européenne est nécessaire. Il faut aller vers plus d'intégration, tendre vers le fédéralisme.



Le marché génère sa propre instabilité.



**OLIVIER LACOSTE (H.88), MAÎTRE DE CONFÉRENCES
À SCIENCES-PO, AUTEUR DE "COMPRENDRE LES CRISES
FINANCIÈRES"**

**"Les marchés ont vu la faille
en Europe : un pilotage politique
insuffisant."**

Les mouvements de marché semblent parfois déconnectés des nouvelles économiques. Les marchés sont-ils en lien avec l'économie réelle ?

Les théories "orthodoxes" postulent que les marchés financiers permettent une valorisation juste des actifs financiers, qui reflèterait les fondamentaux économiques. C'est au nom de cette théorie "fondamentaliste" qu'en matière de normes comptables l'Occident s'est converti à la *fair value* et au *marked to market*. La vision implicite : aucune valorisation ne serait plus exacte que celle effectuée par le marché. Or certains universitaires, dont André Orléan*, contestent cette conception. Ce qui importe, pour chaque acteur du marché, c'est moins la valeur fondamentale d'un actif que l'opinion des autres, l'opinion du marché, sur cet actif. Orléan prend pour exemple une déclaration de Reagan en 1987 selon laquelle le dollar avait suffisamment baissé. Annonce qui avait suffi à le faire remonter. Aucun cambiste interrogé par les journalistes ne prenait au sérieux l'expertise du président ; mais comme tous pensaient que le "marché" pourrait être influencé par ses propos, tous avaient acheté du dollar. L'opinion générale peut passer de l'euphorie à la défiance, comme un maniaque-dépressif. Le marché génère sa propre instabilité. Voilà pourquoi il est illusoire de s'en remettre à l'auto-régulation. La réglementation internationale par les pouvoirs publics est nécessaire.

Y a-t-il un complot américain contre la zone euro ? Les marchés se focalisent sur la dette européenne alors qu'elle est moins lourde que la dette américaine...

Selon l'OCDE, la dette publique brute représente, en 2012, 220 % du PIB au Japon, 104 % aux États-Unis et 98 % en zone euro. À l'origine, le problème de la zone euro ne tenait pas aux dettes publiques. Certes, celles-ci se sont fortement alourdies depuis 2007 (elles représentaient à l'époque 72 % du PIB) car les États ont compensé les effets de la crise des *subprimes*, née de l'explosion de la dette privée. Mais la zone euro est surtout confrontée à une divergence des compétitivités et des modèles économiques. L'économiste Patrick Artus** oppose l'Europe du Nord, marquée notamment par des excédents de balance courante, à l'Europe du Sud, avec des déficits courants. Pourtant, les marchés se sont focalisés sur les dettes publiques de la zone euro en attaquant le maillon faible : la Grèce. Il n'y a malheureusement pas besoin de supposer

un complot. Les marchés ont vu la faille : un pilotage politique insuffisant. Les traités excluaient en effet tout renflouement entre États. Malgré l'accroissement des *spreads**** dès 2009, il a fallu attendre avril-mai 2010 pour qu'un mécanisme concret de solidarité financière soit mis en place. Il fallait le faire, mais plus tôt. L'Europe a donné un temps l'impression qu'elle doutait de son avenir commun. La Californie, mal en point financièrement, n'a pas déchaîné une telle tempête : personne sur le marché ne parierait un yuan qu'elle pourrait quitter le dollar.

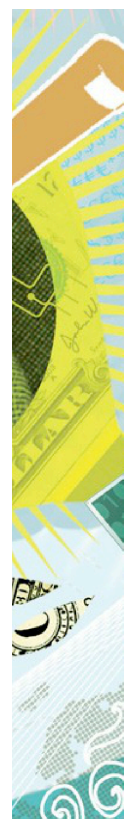
Quelles sont les solutions pour la zone euro ? La monnaie unique est-elle viable ?

Une sortie de l'euro serait suicidaire. De plus, que tous les pays fassent simultanément de la rigueur peut s'avérer contre-productif pour les finances publiques, en tuant la croissance. Peut-être les marchés seraient-ils rassurés si l'Europe se fixait des objectifs plus lointains, mais crédibles, de retour à l'équilibre des comptes publics, et si elle se souciait davantage de croissance. À cet égard, l'émission d'eurobonds permettrait de financer des investissements de long terme, par exemple des réseaux de transport, d'énergie et de communication pour lesquels la Commission estime les besoins entre 1500 et 2000 milliards. Une sorte de "grand emprunt" appliqué au niveau communautaire. Enfin, les marchés douteraient moins de la solidité politique de l'Union si elle parvenait à progresser sur certains dossiers sensibles, comme la base harmonisée et consolidée de l'impôt sur les sociétés.

(*) Économiste, directeur de recherche au CNRS, auteur de "L'Empire de la valeur" (Seuil, 2011).

(**) Économiste, directeur de la Recherche et des Études de Natixis.

(***) Écarts entre les taux d'emprunt des différents pays.



La pensée unique domine sur les marchés.



MARC FIORENTINO (H.82), PRÉSIDENT D'EUROLAND CORPORATE

“La finance est devenue un monde d'ingénieurs, abstrait, déconnecté de l'économie réelle.”

Au mois de mai dernier, la plupart des analystes financiers prédisaient une croissance à deux chiffres pour le CAC 40 en 2011. Finalement, l'indice parisien a perdu 17 %. Peut-on encore faire confiance à la Bourse et aux analystes ?

La Bourse n'est pas en cause, c'est le “consensus” qui pose problème. Chaque année, j'ai l'habitude de conserver la couverture des journaux financiers de début janvier. Huit fois sur dix, leurs prévisions se révèlent totalement fausses, avec un écart d'au moins 10 %. Le “consensus” se base toujours sur la performance de l'année précédente... à tort. En réalité, les éléments d'argumentation des prévisionnistes sont intéressants, mais il ne faut pas se fier à leurs conclusions. Chacun doit se forger sa propre opinion, sans complexe.

Pourquoi les marchés européens ont-ils sombré pendant l'été 2011 alors qu'on connaissait depuis longtemps les problèmes d'endettement de la Grèce ou de l'Italie ?

Le sommet européen du 21 juillet a précipité les événements. La dette grecque s'échangeait sur les marchés avec une décote de plus de 50 %, or le sommet a acté un abandon de seulement 21 % du montant par les créanciers privés. Les marchés y vont vu une marque flagrante d'incompétence. Ils ont eu l'impression que les Allemands n'étaient pas dans le coup. Cela a généré une crise de confiance.

Charles Prince, l'ex-PDG de la banque américaine Citigroup, déclarait en juillet 2007, à l'aube de la crise des subprimes : “Tant qu'il y a de la musique, il faut danser.” Les marchés sont-ils par essence moutonniers ?

C'est lié à un phénomène assez simple : les investisseurs préfèrent suivre la tendance générale. Quand les marchés baissent, une mauvaise performance individuelle peut s'expliquer. En revanche, si un gérant décide d'aller contre la tendance, se trompe et subit des pertes pendant que les autres enregistrent des gains, on ne lui pardonnera pas. Du coup, la pensée unique domine sur les marchés. Les investisseurs, particuliers ou institutionnels, devraient être éduqués de manière à prendre du recul, à faire preuve de bon sens et à adopter une approche de moyen ou long terme.

On parle beaucoup de la zone euro, pourtant les États-Unis sont confrontés à des problèmes d'endettement et de gouvernance tout aussi sérieux. Pourquoi un tel acharnement sur l'Europe ?

Là encore, cette focalisation participe de la pensée unique.

Les gens n'arrivent plus à avoir plusieurs raisonnements en même temps. Ils sont obsédés par l'hypothèse d'un éclatement de la zone euro. Par ailleurs, l'Europe donne elle-même le bâton pour se faire battre, en surmédiant des événements comme les dégradations des États par les agences de notation.

Quel est l'impact du trading à haute fréquence, pratiqué par des ordinateurs, qui représente déjà plus de la moitié des transactions en Bourse ?

Il faut prohiber cette pratique ! Dans les années 80, les financiers ont mis en place de nouveaux produits au service de leurs clients : entreprises, compagnies d'assurances, etc. Mais depuis le milieu des années 90, l'argent est devenu une matière première sur laquelle les financiers spéculent. Cette tendance a été favorisée par l'explosion de la liquidité, déclenchée notamment par l'injection massive de la Fed en 2001, et par la sursophistication des instruments financiers. La finance est devenue un monde d'ingénieurs, abstrait, déconnecté de l'économie réelle. La crise de liquidité actuelle a le mérite de nous faire revenir aux fondamentaux. Le désendettement et les nouvelles réglementations obligent les établissements financiers à se recentrer sur les activités traditionnelles.

Il faut donc réduire l'éventail des produits financiers ? Revenir à une finance de marché “ennuyeuse”, pour reprendre l'expression de l'économiste Frédéric Lordon ?

Une banque doit redevenir une entreprise de distribution traditionnelle, avec pour mission de vendre du crédit et des produits de placement, et de financer l'économie. Le trading pour fonds propres ne doit être pratiqué que par les fonds alternatifs. Il est tout de même aberrant qu'à une époque où on parle d'émeutes de la faim, on propose aux particuliers des trackers pour spéculer sur le prix des matières premières...



Quand une bulle dure dix ans, les investisseurs finissent par baisser la garde.

DAVID THESMAR, PROFESSEUR DE FINANCE À HEC, AUTEUR DU LIVRE "LE GRAND MÉCHANT MARCHÉ"

"Le lobby bancaire a persuadé les dirigeants politiques de reporter des décisions nécessaires."

Pouvait-on prévoir les tensions actuelles sur les économies mondiales ?

Au niveau macroéconomique, il faut y voir la conséquence logique d'énormes déséquilibres de long terme : la baisse du taux d'épargne aux États-Unis, constatée depuis la fin des années 80 ; la flambée de l'immobilier outre-Atlantique, mais aussi en Espagne ou en Irlande ; l'explosion des dettes publiques. L'économiste Robert Shiller, professeur à Yale, avait sonné l'alarme plusieurs fois avant l'explosion de la bulle Internet en 2001 et de la bulle immobilière en 2008. L'excès d'épargne de pays comme la Chine ou l'Allemagne a alimenté ces flambées et anesthésié les observateurs. Quand une bulle dure dix ans, les investisseurs finissent par baisser la garde.

Et au niveau microéconomique, qui sont les responsables de la crise ? Les fonds d'investissement ?

Les banques. Ce sont elles qui ont intermédié et organisé cet excès de dette. Elles ont titrisé des créances immobilières, mais ont conservé du risque dans leur bilan. Lorsqu'il s'est avéré que la qualité de ces titres n'était pas aussi bonne que ce qui avait été annoncé aux clients, elles ont dû rembourser la différence. Elles ont aussi accumulé les obligations d'État en les supposant parfaitement sûres. Lorsqu'elles ont accusé des pertes, elles ont restreint leur volume de crédit, et provoqué une récession mondiale. En périodes d'euphorie, les banques jouent les intermédiaires, génèrent de la dette et des profits astronomiques. Mais quand les marchés se retournent, elles font appel aux aides publiques. On comprend que cela attise la colère... Par ailleurs, le lobby bancaire a persuadé les dirigeants politiques de reporter des décisions nécessaires, comme la recapitalisation des grands établissements financiers, car cela ne servait pas l'intérêt de leurs actionnaires. Au lieu de cela, le lobby a encouragé les hommes politiques à les défendre auprès des régulateurs internationaux, en utilisant l'argument suivant : si vous nous affaiblissez, cela débouchera sur la victoire de la finance anglo-saxonne et sur la mort de l'Europe politique...

Mais les hedge funds, par exemple, ne sont-ils pas également en cause dans ces déséquilibres ?

Contrairement aux banques, les hedge funds ne sont pas systémiques.

Même la quasi-faillite de LTCM en 1998 n'a rien coûté au contribuable. La Fed de New York avait alors obligé les grandes banques à recapitaliser le fonds pour lui laisser le temps de déboucler ses positions.

La progression de la réglementation va-t-elle dans le bon sens ?

En ce qui concerne les marchés, rendre les échanges moins opaques sur les dérivés, mettre en place un dépositaire central qui enregistre les engagements pris par les différents acteurs, cela va dans le bon sens. Londres résiste un peu, mais ces démarches vont aboutir. Toutefois, c'est vraiment la régulation des banques qui est importante pour préserver la stabilité financière.

Les marchés sont censés avoir une vision à long terme. Pourquoi se sont-ils retournés l'été dernier avec une telle brutalité ?

En juillet 2011, l'EBA (autorité bancaire européenne) a publié les tests de résistance des banques. Les dettes souveraines ne faisaient pas l'objet d'une décote dans ces simulations, mais les montants d'exposition des banques aux obligations d'État ont été révélés, et ont surpris les marchés par leur ampleur. Parallèlement, les enquêtes de conjoncture ont montré que la reprise entamée fin 2010 était en train de s'essouffler. Or la dette italienne était considérée comme soutenable avec 2 % de croissance, mais pas dans un scénario de récession.

La zone euro va-t-elle exploser ?

Il y a 30 à 40 % de risques que ce soit le cas. Certains pays européens ne sont pas du tout compétitifs avec la monnaie unique et ne peuvent le redevenir qu'au prix de baisses de salaires prolongées, qui provoqueront des troubles sociaux importants. Quant à la Grèce, même si la restructuration aboutit, sa dette publique représentera 120 % de son PIB : elle devra donc faire faillite à un moment ou à un autre sous peine d'étrangler son économie. La question de son maintien dans l'euro se posera alors...



Les marchés ne sont pas aussi efficaces qu'on a pu le laisser croire.



PHILIPPE MESSENGER (H.80), PRÉSIDENT DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DES TRÉSORIERIS D'ENTREPRISE (AFTE)

“L'application de la réglementation nous handicape par rapport aux concurrents américains et asiatiques.”

La crise actuelle met-elle en péril le financement des entreprises ? Pour le moment, je n'ai pas eu connaissance de dossiers de financement qui auraient avorté à cause des conditions de marché (NDLR : l'interview a eu lieu le 23 janvier). En réalité, la récession a poussé nombre d'entreprises à simplement reporter leurs programmes d'investissements.

Les entreprises se répartissent en deux groupes, qu'on pourrait comparer à un sablier. Le haut du sablier est constitué des groupes internationaux : ceux-ci continuent à se financer sans trop de difficultés, même à long terme et pour des montants importants. La plupart du temps, ils “désintermédièrent” leurs financements en faisant appel aux marchés obligataires internationaux : en euros, mais aussi en dollars, en livres, etc. Mi-janvier, EDF a ainsi levé 2 milliards d'euros d'obligations à 10 ans, à moins de 4 %.

L'autre partie du sablier, ce sont les entreprises de taille plus modeste, qui dépendent essentiellement de leur(s) banque(s). Pour ces emprunteurs, la mise en place de nouveaux financements s'est effectivement compliquée, compte tenu de la concomitance de la crise de la dette souveraine et de la mise en place anticipée de la réglementation Bâle III.

La réglementation aggrave-t-elle la situation ?

Je ne conteste pas le bien-fondé des nouvelles normes. Bâle III, par exemple, vise à accroître la qualité du système bancaire européen en prêtant attention, entre autres, à la liquidité à court et moyen termes des banques. Si les entreprises ont affaire à des prestataires financiers plus solides, il paraît normal qu'elles paient un peu plus cher. Le problème, c'est que cette réglementation sévère ne s'applique pleinement qu'en Europe. Elle nous handicape par rapport aux concurrents américains et asiatiques.

Solvency II, de son côté, oblige les compagnies d'assurances à mettre 39 % de fonds propres en face d'investissements en titres cotés (equity) et 49 % de fonds propres s'il s'agit de titres non cotés (private equity). Cela les pousse naturellement à être très exigeantes en termes de rentabilité, donc plus sélectives dans leurs investissements.

Pour couronner le tout, la pression des marchés et des agences de notation a poussé les structures éligibles, banques et investisseurs institutionnels, à anticiper la mise en place de ces règles. Dans un contexte dépressif, ce timing n'est vraiment pas idéal.

Que pensez-vous du projet de règlement européen sur les agences de notation, qui propose notamment une rotation obligatoire des agences ?

Que vise-t-on par cette réglementation ? Plus de concurrence parmi les agences ? Dans ce domaine, la concurrence ne se décrète pas. Le travail de notation demande des mois de travail, et un investissement important de la part de l'émetteur et de l'agence pour assurer la bonne compréhension du “business model”, de l'industrie, etc. Une agence de notation n'est pas un commissaire aux comptes. Ce principe de rotation qui obligerait à changer de prestataire tous les trois ans n'a pas de sens.

Les marchés ont chuté en 2011, alors que les grands groupes enregistraient des profits records. Les entreprises ont-elles encore envie d'entrer en Bourse ?

L'ambiance actuelle n'est certainement pas porteuse pour les IPO. Celles-ci se sont comptées sur les doigts de la main en 2011. Quand on voit que certaines entreprises sont valorisées à des montants inférieurs à leur situation nette, il y a de quoi se poser de sérieuses questions.

Quelles sont les bonnes pratiques à adopter par les entreprises en cette période difficile ?

La crise a au moins un aspect positif, du point de vue de l'AFTE : elle oblige les sociétés à repenser leur stratégie financière et à renforcer leurs procédures de suivi des risques. En particulier, le risque de contrepartie fait l'objet d'analyses beaucoup plus fines et détaillées qu'auparavant. On s'est rendu compte qu'une banque ou un État développé pouvaient faire faillite... Les marchés ne sont pas aussi efficaces qu'on a pu le laisser croire.

(*) Association professionnelle créée en 1976, l'AFTE revendique 1350 membres (grandes entreprises pour la plupart) réunis autour de problématiques comme la gestion de trésorerie, le financement et la maîtrise des risques financiers.



Nous devons faire les États-Unis d'Europe.



ÉDOUARD TÉTREAU (H.92), ASSOCIÉ GÉRANT DE MEDIAFIN ET AUTEUR DE "20 000 MILLIARDS DE DOLLARS"

"Je préconise depuis 2008 une nationalisation temporaire des principaux établissements de crédit européens, comme cela a été pratiqué en Suède."

Les "affaires" Kerviel (2008) et UBS (2011) ont provoqué des pertes colossales : plus de 5 milliards d'euros d'un côté, plus de 2 milliards de l'autre. Doit-on séparer les banques d'investissement des banques de détail ?

Il est aberrant que cette séparation n'ait pas déjà été actée en Europe en général, et en France en particulier. Ce n'est pas une mesure de droite ou de gauche : dès mars 2009, dans ses propositions pour le G20, l'Institut Montaigne recommandait la séparation totale entre les activités commerciales des banques (les dépôts, les prêts, les prestations de conseil aux entreprises...) et les activités de banques dites d'investissement – en fait, des activités spéculatives. Le think tank proposait de scinder les banques universelles européennes en entités juridiques distinctes, mais aussi de leur appliquer des niveaux de fiscalité différents. Ainsi, les banques commerciales bénéficieraient d'une fiscalité à 0 % pendant quelques années, tandis que les banques "spéculatives" seraient soumises à une taxation punitive – de l'ordre de 60 à 80 % des bénéfices.

L'inaction des gouvernements et de la Commission Européenne sur ce sujet, depuis trois ans, est une faute morale, politique et économique : les banques se sont empressées de refaire de la spéculation à court terme, de distribuer leurs résultats en dividendes, sans se soucier un instant d'affermir leurs fonds propres et de pratiquer le seul métier pour lequel elles sont légitimes : distribuer du crédit aux entreprises, aux ménages et aux collectivités. Pas aux fonds spéculatifs.

Les nouvelles règles prudentielles sont-elles à la mesure du problème ?

Pas du tout. En réalité, la mise en œuvre de la nouvelle réglementation est un facteur majeur d'instabilité en cette période de crise. Solvency II oblige les compagnies d'assurances à mettre énormément de fonds propres en face de leurs investissements en actions. Cela les encourage à investir dans les obligations d'État plutôt que dans les entreprises. Conséquence : en dix ans, les assureurs européens ont réduit de 400 milliards d'euros leur exposition aux actions européennes. Les investisseurs étrangers sont devenus majoritaires dans le CAC 40. Les seuls investisseurs significatifs en France restent les familles industrielles et la Caisse des Dépôts...

Concernant les banques, avant de mettre en place Bâle III, assurions-nous déjà que les États-Unis respectent les accords de Bâle II. D'autre part, les normes comptables diffèrent fortement selon les

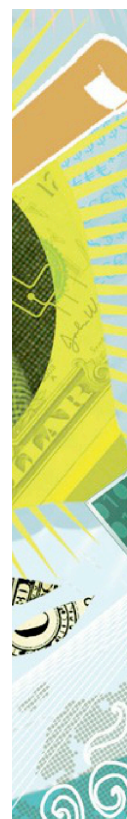
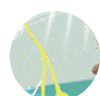
pays, par exemple sur le traitement des écarts d'acquisition (*goodwill*). Dans ces conditions, la régulation actuelle pénalise les banques européennes par rapport à leurs homologues américaines et britanniques. Les normes ne peuvent être appliquées de manière uniforme. Enfin, les nouvelles réglementations ont une conséquence inquiétante : l'abdication des gestionnaires d'actifs, qui basent leurs décisions uniquement sur les notations des agences. Une telle attitude est procyclique et exagère les mouvements à la hausse ou à la baisse. L'allocation des actifs est finalement déléguée à des robots, que l'on appelle algorithmes de gestion pour faire chic.

La nationalisation des banques est-elle une bonne idée ?

Je préconise depuis 2008 une nationalisation temporaire des principaux établissements de crédit européens, comme cela a été pratiqué en Suède (NDLR : au début des années 90). Cela permettra de préparer leur scission et de redéfinir leurs priorités stratégiques : plutôt que le trading, le crédit en faveur de l'économie. Après quelques années, une fois qu'elles seront sur de bons rails, on pourra les privatiser. En effet, je ne crois pas au guichet bancaire unique, qui est au moins aussi dangereux que le système actuel, dont nous avons touché les limites en 2008.

L'État serait-il un bon gestionnaire ?

Il devra être représenté aux conseils d'administration par des entrepreneurs et des dirigeants d'entreprise capables de mettre en place des stratégies de croissance et de développement. Il ne s'agit pas de punir les banques, mais de les aider à refaire leur métier d'origine. →





→ Vous préconisez la mise en place des États-Unis d'Europe. Peut-on y croire encore ?

Ni la France, ni la Grande-Bretagne, ni même l'Allemagne ou tout autre pays d'Europe ne peuvent s'en sortir seuls. Le XXI^e siècle sera celui des États-continentaux. L'histoire ancienne nous montre que la tentation du repli sur soi et du nationalisme guette les pays européens. Mais l'histoire récente nous indique aussi que l'Europe, dans les moments de crise, se donne les moyens d'avancer. C'est face à la menace communiste, dans les années 50 et 60, que la construction européenne a le plus progressé.

Il y a donc des raisons d'espérer...

Oui. À commencer par l'attitude de Madame Merkel, qui a compris que l'Allemagne n'avait pas d'avenir en dehors de l'Europe, ou au centre d'une Europe en ruines. La question centrale pour 2012 n'est

pas de savoir qui sera le prochain président de la République, mais quelle sera sa politique pour faire émerger une Europe fédérale, aux côtés de l'Allemagne. Le reste de l'Union suivra.

Vous prônez également une politique monétaire plus laxiste...

À la guerre comme à la guerre. Les banques centrales américaine, britannique et japonaise pratiquent toutes le "quantitative easing" (NDLR : injection massive de liquidités pour soutenir l'économie). La monnaie constitue une soupape en temps de crise. On peut raisonnablement espérer que Monsieur Draghi, président de la Banque centrale européenne, utilisera cette soupape, ce que Monsieur Trichet s'était curieusement interdit de faire, aggravant significativement la récession européenne. On ne peut pas avoir à la fois des politiques d'austérité implacables et une politique monétaire asphyxiante. Sauf à vouloir mourir guéri.

Face à la crise, quelle place pour les HEC ?



Dans un forum sur LinkedIn, les diplômés s'interrogent sur le rôle qu'ils pourraient jouer face aux excès de la finance.

"Je ne suis pas un altermondialiste ni un membre d'ATTAC, et ma place n'est pas sous une tente devant Wall Street. Néanmoins, il est de plus en plus difficile de fermer les yeux sur la folie de notre système hypercapitaliste, hyperfinanciarisé." La crise financière ne laisse pas les HEC indifférents. Une discussion sur le sujet a été entamée sur LinkedIn, dans le groupement de l'Association des diplômés HEC. Une vingtaine de personnes sont déjà intervenues pour échanger leur point de vue (*).

Des propos rapportés "en off" laissent songeur : un dirigeant de grande banque, évoqué dans le forum, avoue "ne plus pouvoir faire grand-chose d'autre que de [s'en] remettre aux politiques, dont [il sait] qu'ils sont dépassés, eux aussi". Toute tentative de changement se heurte à des barrières puissantes, à la hauteur des enjeux financiers.

Pour autant, le défaitisme n'est pas de mise. La taxation des flux financiers, au moins au niveau européen, permettrait "une collecte

quasi indolore de plusieurs dizaines de milliards d'euros" avance un participant, et donnerait "un coup de frein aux transactions "aller-retour" instantanées purement spéculatives", avance un autre. Un membre évoque même le cas du gouvernement chinois, qui a réussi "assez bien" à lutter contre la financiarisation incontrôlée de son économie...

Au-delà de la sphère purement financière, la création de valeur doit être privilégiée en accentuant les efforts sur la recherche et la formation, en développant les infrastructures ou encore en intégrant "tous les potentiels immigrés". Enfin, la Fondation HEC aurait également un rôle à jouer : un diplômé suggère qu'elle renforce la part de recherche macroéconomique autour des problématiques de crise et de régulation.

(*) "Wall Street et HEC ?", discussion sur LinkedIn commencée en novembre 2011.