

# EUROPE - MONDE

## Le plaidoyer pour le marché

Le lauréat Nobel d'économie 2014 livre une analyse empreinte d'humilité face au moralisme ambiant.

PIERRE BESSARD,  
PARIS

Comment redonner au libéralisme, formidable créateur de richesses, ses lettres de noblesse, le rendre plus efficace et faire en sorte qu'il soit respecté? La Fondation Ethique et Economie de l'Académie des Sciences morales et politiques du prestigieux Institut de France planche avec une quarantaine de sages sur une charte éthique qui doit voir le jour d'ici à l'été. La Convention of Independent Financial Advisors, la fondation des spécialistes en conseils financiers établie à Genève, est associée à ses travaux. C'était le tour cette semaine du lauréat Nobel d'économie Jean Tirole, figure principale de la Toulouse School of Economics, de partager ses vues sur le marché et la moralité, dans une conférence très suivie dont la lucidité a largement dépassé les attentes.

Si les croyances des citoyens varient beaucoup sur les mérites de la libre entreprise, les intellectuels, une grande partie de la société civile et les religions reprochent généralement aux économistes de tenir insuffisamment compte des dimensions éthiques. Symptôme de cette perception: le succès planétaire du livre Ce que l'argent ne saurait acheter: les limites morales du marché, de Michael Sandel, professeur de philosophie à Harvard. Or de tels écrits, selon Jean Tirole, méconnaissent les travaux des économistes, en partie déjà anciens, sur l'économie de l'information, des externalités ou la neuroéconomie, qui couvrent la morale et l'éthique, les normes sociales et l'identité, la confiance ou encore les phénomènes d'éviction créés par les incitations. L'économie ne nie pas que certaines relations ne puissent pas être monnayées. Si un diplôme d'université, un prix Nobel ou l'amitié pouvaient être achetés, ils perdraient leur valeur. Dans d'autres instances, les problèmes attribués au marché peuvent être résolus par le droit, comme dans le cas de la pollution. Et il est reconnu qu'une récompense monétaire peut réduire l'offre d'un comportement social lorsque celui-ci relève de la motivation intrinsèque ou de la générosité. Il faut néanmoins faire très attention, selon Jean Tirole, à ne pas confondre ses propres préférences avec la moralité.

**Les limites de la distinction entre le domaine marchand et le sacré.** Certains domaines sont tabous, de façon justifiée ou non, pour des raisons morales, à l'exemple de la vente d'organes. L'économiste Gary Becker, de l'Université de Chicago, a pourtant montré que l'interdiction de la vente d'organes prive des milliers de personnes de reins chaque année, les dons étant limités à des proches. Selon Becker, rappelle Jean Tirole, les tenants de l'inter-



JEAN TIROLE. *Le paternalisme de la puissance publique n'est pas nécessairement synonyme de moralité.*

diction ne peuvent se targuer de moralité, puisqu'ils font mourir inutilement des milliers de personnes. Malgré la logique de cet argument, la gêne persiste. Est-ce pour protéger les vendeurs potentiels d'organes contre eux-mêmes? La puissance publique intervient souvent, dans un esprit paternaliste, contre les préférences de certains individus pour le présent au détriment présumé du long terme: on les force à payer pour leur retraite, on taxe l'alcool ou interdit les drogues, on les force à aller à l'école, etc. Cela n'est pas nécessairement synonyme de moralité. En général, les considérations financières buttent sur le caractère sacré de la vie humaine. Il a par exemple été montré que le marché funéraire aux Etats-Unis, pourtant très compétitif, bénéficie de marges quasi-monopolistiques du fait de la répugnance à parler d'argent lors d'un décès. Pourtant, nous donnons un prix à la vie dans les choix budgétaires hospitaliers ou dans les choix prudentiels de tous les jours, comme l'achat d'une voiture plus robuste pour protéger ses enfants. De plus, les tabous sont changeants dans le temps et dans l'espace: l'assurance vie, le paiement d'intérêts étaient condamnés autrefois comme immoraux.

**Le mauvais guide de l'émotion et de l'indignation dans les choix de société.** Nous avons l'habitude de nous indigner devant l'injustice ou certains comportements faisant peu de cas de l'humain. Le sentiment d'indignation peut signaler des errements dans le comportement individuel ou l'organisation de la société. Pourtant, l'indignation est aussi souvent mauvaise conseillère: elle peut conduire à l'affirmation de préférences individuelles au détriment de la liberté des autres. Elle fait parfois l'économie d'une réflexion en profondeur. Il a par exemple été démontré scientifiquement que le partage des responsabilités érode les valeurs morales. Cette érosion s'applique dès qu'une décision implique une autre personne. Tous les régimes totalitaires, qui ne sont pas des régimes de marché, l'ont bien

compris: l'existence d'excuses permettant de se dérober de sa responsabilité a permis la mise à l'écart de la réticence individuelle à des comportements peu éthiques. C'est pourquoi l'économie ne peut se cantonner sans autre analyse dans des postures morales: les sentiments personnels de répulsion sont très peu fiables comme source d'inspiration éthique. Ce sera le rôle des chercheurs de plancher davantage sur les conditions de la moralité.

**Le marché comme menace improbable du lien social.** Une autre objection à l'économie de marché porte sur un malaise diffus face à une perte de lien social, en plus de l'urbanisation ou de la communication par internet (même si les technologies permettent un contact beaucoup plus fréquent avec la famille ou les amis éloignés). Le lien social peut être distendu par des phénomènes liés au marché: la mondialisation, la mobilité, l'installation loin de ses parents et de ses racines. Le marché anonymise les relations, mais c'est en partie sa fonction: il libère les acteurs du marché du pouvoir d'autres acteurs, il empêche les entreprises puissantes d'imposer leurs prix élevés et leur qualité médiocre à des consommateurs captifs. Le marché peut sembler l'antithèse de l'économie du don et du contre-don, mais la dimension de la réputation, qui peut être difficilement spécifiée dans un contrat ou mise en œuvre par le système juridique, continue de jouer un rôle éminent dans l'économie de l'échange. D'où les systèmes de notation et de partage des expériences entre usagers sur des plateformes en ligne. La diminution des liens sociaux a par ailleurs aussi des vertus. L'économie du don et du contre-don crée une relation de dépendance entre donateur et donataire, où la violence peut être masquée par l'apparence de générosité sans calcul, ainsi que l'avait déjà relevé Pierre Bourdieu. Les liens sociaux peuvent être étouffants et contraignants, à l'exemple du villageois qui a mangé du mauvais pain toute sa vie par crainte de froisser le boulanger du village. Le marché privilégie les liens choisis aux

liens hérités. Ensuite, il permet d'étendre son cercle d'interactions. Montesquieu parlait du doux commerce: le marché nous apprend à interagir et à connaître les étrangers. Il a un effet civilisateur: il demande de construire la confiance et rien n'est plus autodestructeur que l'égoïsme pur, dans la mesure où le marché est un lieu de concurrence, de coopération et d'échange. Cela vaut dans les domaines les plus improbables, comme la prostitution ou la compagnie payée: «Le marché n'est parfois que le bouc émissaire de notre propre hypocrisie», souligne Jean Tirole. Il n'est en l'occurrence pas possible de passer un jugement définitif sur ces questions, comme le font les critiques indignés du marché.

**Attention aux interventions de l'Etat.** Si beaucoup d'économistes consacrent leurs efforts à analyser les «défaillances du marché», cela ne signifie pas que les politiques publiques soient nécessairement optimales. Dans le but de réduire les inégalités, par exemple, on redistribue de façon inefficace et il s'ensuit un important gaspillage de fonds publics et un système fiscal incohérent qui réduit le pouvoir d'achat des citoyens, observe Jean Tirole. Le revenu dépend principalement de l'effort de travail. Il est donc normal de soutenir les personnes handicapées, par exemple. Mais pour préserver leur dignité, il s'agit de leur donner du travail, et non seulement de l'argent. La redistribution est généralement plus poussée dans les sociétés homogènes et lorsque les causes de la pauvreté sont exogènes. D'une manière générale, cependant, les individus veulent se sentir utiles à la société. Leur dignité dépend largement d'avoir un emploi. C'est pourquoi les politiques de salaire minimal légal qui créent du chômage, comme le Smic en France, ne promeuvent pas forcément la dignité, mais représentent une perte de dignité pour ceux qui sont privés d'emploi. La numérisation de l'économie comporte désormais un défi de taille pour les pays qui n'y sont pas préparés. L'exemple d'Uber montre la mauvaise manière des pouvoirs publics de réagir: les innovations technologiques assez banales dont se sert cette compagnie de transport sont surtout révélatrices du développement entravé et du monopole des compagnies de taxi traditionnelles. Sur la question des crises financières, il s'agit essentiellement de crises de l'Etat, qui a failli dans son rôle réglementaire et causé la bulle immobilière en poursuivant des politiques d'encouragement à la propriété. Dans la zone euro, ce sont les gouvernements qui ont triché. Dans le débat sur la réglementation ou la régulation, il faut donc surtout que les incitations soient les bonnes pour rendre le système résilient. Les acteurs privés font partie de la solution. ■

## La croissance solide et continue du PIB

ALLEMAGNE. Il a été porté essentiellement par la consommation des ménages et les dépenses publiques.

L'Allemagne a enregistré l'an dernier une croissance solide de son Produit intérieur brut (PIB), portée essentiellement par la consommation des ménages et les dépenses publiques. «Une croissance solide et continue», c'est ainsi que le président de Destatis, Dieter Sarreither, a résumé la performance de la première économie européenne sur l'année écoulée. Dans les chiffres, cela s'est traduit par une progression du PIB de 1,7% (hors inflation), une dynamique un peu plus marquée que les 1,6% de 2014, et conforme aux attentes. Si l'année 2015 n'avait pas compté plus de jours travaillés que 2014, le taux de croissance aurait été de 1,5%. «L'Allemagne savoure une décennie dorée», en déduit Holger Schmieding, économiste chez Berenberg. Pour la première fois, le PIB de l'Allemagne est monté au-dessus de 3000 milliards d'euros en

leur nominale, à 3.027 milliards. 2015 n'est venu que confirmer le changement d'orientation de ces dernières années de l'économie allemande: elle ne progresse plus seulement grâce à ses succès à l'export, mais avant tout du fait de l'appétit de consommation des ménages, pouvoirs publics et entreprises. La hausse de 1,9% des dépenses privées et de 2,8% de celles de l'Etat ont contribué à 1,2 point à la croissance. Malgré un environnement économique international difficile, les exportations ont aussi gagné en dynamisme (+5,4%), mais les importations ayant parallèlement grimpé de 5,7%, le commerce extérieur n'a contribué qu'à hauteur de 0,2 point à la croissance du pays. La consommation intérieure du pays a en partie été stimulée par les dépenses engagées pour l'accueil des candidats à l'asile, dont plus d'un million sont arrivés en Allemagne rien qu'en 2015. ■

### FRANCE: le déficit réduit à 70,5 milliards d'euros

Le déficit du budget de l'Etat a été réduit en 2015 à 70,5 milliards d'euros, soit 4 milliards de mieux que prévu, retrouvant ainsi son niveau d'avant la crise de 2008, a annoncé hier le ministre des Finances, Michel Sapin. «Le déficit de l'Etat a diminué beaucoup plus que nous ne l'avions prévu, pour atteindre 70,5 milliards d'euros», a déclaré M. Sapin lors de ses vœux à la presse, y voyant la démonstration du sérieux budgétaire du gouvernement. Le chiffre de 70,5 milliards est inférieur de quatre milliards à l'objectif inscrit dans le projet de loi de finances initiale, et inférieur de 15 milliards au déficit de 2014. «C'est le niveau le plus bas depuis 2008», s'est félicité M. Sapin. Ce résultat s'explique par des recettes supérieures de 1,2 milliard aux prévisions, dont un milliard pour les recettes fiscales, et des dépenses inférieures de 1,4 milliard à ce qui était prévu, hors charge de la dette.

### FINLANDE: premier recul des prix depuis 60 ans

Les prix ont reculé en Finlande en 2015 pour la première fois depuis 60 ans, a indiqué hier l'institut statistique national, amenant des économistes à débattre de l'éventualité d'une déflation dans ce pays de la zone euro. L'indice des prix à la consommation a diminué de 0,2% par rapport à l'année précédente, tiré à la baisse par la faiblesse des prix de l'énergie, et dans une moindre mesure de l'alimentation et des télécommunications. Il faut remonter à 1955, époque à laquelle était calculé un indice du coût de la vie, pour retrouver une baisse des prix sur l'ensemble d'une année. L'année 2015 a été marquée par l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement de droite très nettement pro-austérité, emmené par le centriste Juha Sipilä qui avait fait campagne sur le redressement de l'envie d'entreprendre et de la compétitivité du pays.

### AGENDA INTERNATIONAL

#### VENDREDI 15 JANVIER

**UE**  
Bruxelles: réunion des ministres de l'Economie et des Finances de l'UE (Ecofin)  
**ALLEMAGNE**  
Berlin: salon de l'Agriculture Grüne Woche - jusqu'au 21 janvier  
**FRANCE**  
Situation mensuelle budgétaire de l'Etat à fin novembre 2015 - Budget Thermador Groupe: c.a. annuel 2015  
**ITALIE**  
Inflation décembre 2<sup>e</sup> estimation  
**ESPAGNE**  
Chiffre définitif de l'inflation pour décembre  
**NORVÈGE**

Commerce extérieur décembre

**POLOGNE**

Inflation décembre

**SLOVAQUIE**

Inflation décembre et évolution en 2015

**USA**

Prix à la production décembre

Ventes au détail décembre

Activité industrielle dans la région de New York janvier

Production industrielle décembre

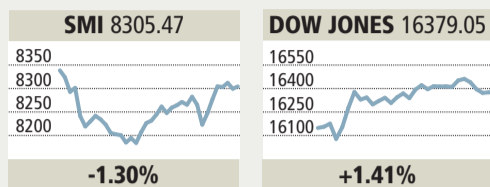
Confiance des consommateurs

janvier 1<sup>ère</sup> estimation - Université du Michigan

Stocks et ventes des entreprises

novembre

Citigroup: résultats 4T



16 ANS DE BOOM IMMOBILIER EN SUISSE

## Le début du cycle d'assainissement

PAGE 7

AUTHENTIFICATION DES CLIENTS EN LIGNE  
Le surdosage de Swiss finish

PAGE 4

BANCOSTATO A FAIT PART DE SON INTÉRÊT  
L'offre inattendue sur BSI

PAGE 4

CLAUDE-OLIVIER ROCHAT ROMPT AVEC VOXIA  
Chez Cabinet Privé de Conseil

PAGE 6

INVESTISSEMENTS DE LA FAMILLE FREY  
Le terroir après l'immobilier

PAGE 6

YANIS VAROUFAKIS HIER SOIR À LAUSANNE  
Le déterminisme d'un outsider

PAGE 9

ACCROISSEMENT DE LA VOLATILITÉ  
La tentation de tout vendre

PAGE 12

SECOND PLUS GRAND EMPRUNT OBLIGATAIRE  
AB InBev a levé 46 milliards

PAGE 13

## Modestie presciente en terme de moralité



**JEAN TIROLE.** Le lauréat du Nobel et président de la Toulouse School of Economics invite à une analyse réaliste des marchés et de leur dimension éthique.

L'éthique de l'économie libérale est dans presque toutes les bouches depuis la dernière crise financière et la crise subséquente de la dette souveraine dans la zone euro. L'absence de professionnalisme, la non-conformité aux lois et les problèmes d'honnêteté de certains acteurs ont conduit à des vagues d'indignation et aux remises en question d'usage dans les milieux intellectuels traditionnellement sceptiques envers les marchés. Jean Tirole, récipiendaire du prix Nobel d'économie 2014, fait partie de ceux qui n'adhèrent pas aux lieux communs et aux facilités des critiques du libéralisme. Les crises sont selon lui avant tout des crises de la réglementation et de l'Etat, et non de l'économie de marché. Le défi porte sur les incitations destinées à rendre le système résilient. Le célèbre économiste intervenait cette semaine dans le cadre du cycle de conférences «Pour une éthique du libéralisme» de la Fondation Ethique et Economie créée par l'ancien dirigeant industriel Bertrand Collomb et opérant sous l'égide de l'Académie des Sciences morales et politiques de l'Institut de France, à Paris. L'initiative entend élaborer, à partir d'un débat d'idées ouvert au niveau mondial, un texte commun pour une éthique applicable à l'économie. Ses travaux sont notamment parrainés par la Convention of Independent Financial Advisors basée à Genève. **PAGE 21**

# Chine, pétrole et high yield: le triptyque de l'épouvante

**MARCHÉS.** Les indices actions sont repartis à la baisse. Pour le plus mauvais début d'année depuis 20 ans au moins.

CHRISTIAN AFFOLTER

Rarement la période précédant la publication des résultats annuels des entreprises cotées n'aura été aussi négative qu'en ce début 2016. La Chine est de plus en plus perçue par les marchés comme un révélateur de problèmes bien plus larges. Les incertitudes liées à la vigueur de la croissance économique mondiale n'en sont que le plus évident. Quant à la baisse du prix du baril de pétrole dans la zone des 30 dollars, elle a fortement contribué à la dégradation du sentiment négatif. Ce prix, qui

pourrait a priori soutenir la production industrielle et la consommation grâce aux coûts moins élevés, s'est transformé en sujet de préoccupation. Aussi en raison de ses répercussions possibles sur le marché du crédit. L'indice retraçant les rendements des emprunts spéculatifs du secteur de l'énergie a déjà fait un bond similaire à celui de 2008 pour se rapprocher de son niveau record, à plus de 17%. La hausse du coût pour s'assurer contre le risque de défaut de crédit d'entreprises européennes, au niveau le plus élevé depuis octobre, atteste aussi que les préoccupations

sur ce marché vont au-delà du secteur de l'énergie ou des seuls Etats-Unis.

En Chine, des investisseurs sortant des actions semblent avoir réinvesti leurs fonds dans des dettes d'entreprises, sans aucune considération pour les risques qui y sont associés.

La période actuelle a donc en commun avec celle de 2007/2008 que des risques crédit ont été (une fois de plus) fortement sous-évalués. Non seulement dans les tranches mentionnées, mais aussi dans les emprunts souverains de pays émergents, qui souffrent déjà

maintenant de l'appréciation du dollar. Cette problématique met à nouveau en évidence les limites d'une relance de la croissance par le crédit, cette fois même sans pression inflationniste. C'est probablement aussi ce qui préoccupe le plus les investisseurs en actions: les larges répercussions d'une sous-évaluation des risques crédit similaires à celles que la crise de 2007/2008 a mises en évidence. Même si la titrisation, forte courroie de transmission, n'a actuellement pas encore la même ampleur qu'à ce moment-là. **PAGE 13**

## Déception inattendue de l'activité joaillerie

**RICHEMONT.** Le groupe genevois a présenté des chiffres intermédiaires sous les attentes. Interview de Vontobel.

Ce n'est pas un signal très encourageant à quelques jours de l'ouverture du salon SIHH de Genève, mais pour une fois, ce ne sont pas que les spécialités horlogères qui sont en cause. Le chiffre d'affaires de Richemont sur le dernier trimestre comporte une surprise négative plus importante que le déclin attendu (et déjà intégré dans la valorisation) des spécialités horlogères. C'est maintenant la joaillerie qui présente des signes de normalisation, avec un recul des ventes en net décalage avec les attentes. Le titre a de fait été sous pression, mais pas outre mesure. Il faudra sans doute passer le SIHH pour voir affluer les

révisions du brokerage, pour l'instant toujours majoritairement accroché à l'achat, surtout en raison d'une valorisation parmi les moins exigeante en comparaison sectorielle.

Les résultats confirment le cumul de difficultés auquel fait face l'industrie du luxe et les paramètres essentiels n'ont pas changé. Dans son interview, l'analyste de Vontobel, René Weber, souligne l'influence dominante de Hong Kong et du tourisme chinois, premiers relais du secteur. Il ne s'agit pas pour autant d'un état de crise. 2015 devrait être proche de 2012, troisième meilleur exercice de toute l'histoire. **PAGE 3**

## Le cas d'école d'un duopole régional

Opus One et Live Music Production se partagent le marché des spectacles et concerts en Suisse occidentale.

Les deux acteurs majeurs de l'organisation de concerts et de spectacles ont obtenu leur place sur la scène culturelle lausannoise. Live Music Production a remporté la salle Métropole et Opus One opère pour le théâtre de Beaulieu, conjointement avec la fondation de Beaulieu. Ils ont enfin trouvé une solution rentable dans une ville où l'impôt sur les divertissements se monte à 14%. Une évolution qui prouve (faut-il encore le faire?) que les deux sociétés façonnent un marché qui ressemble de plus en plus à un duopole avec une part de marché cumulée qui oscille entre 50% et 65% pour la région francophone. Deux socié-



**VINCENT SAGER (OPUS ONE).** «La scène culturelle se diversifie.»

tés qui travaillent avec des philosophies bien différentes, mais avec un même objectif: devenir leader d'un marché en constante évolution ces cinq dernières années. **PAGE 6**

ÉDITORIAL SÉBASTIEN RUCHE

## Le soulagement n'est que passager

Il y a une année, stupeur et tremblement avaient marqué la conférence annuelle des associations des banques de gestion, cinq jours après la levée du taux plancher contre l'euro. L'édition 2016 de leur point de presse s'est tenue hier dans un relatif soulagement d'avoir traversé l'année 2015 sans trop de dégâts (lire page 4). Mais aussi avec deux mauvaises nouvelles: le véritable effet du franc fort se fera ressentir cette année, et les grands chantiers décisifs pour l'avenir de la place financière n'ont pas avancé. C'est un événement totalement inattendu qui a évité la catastrophe l'an dernier. Juste après la suppression du taux plancher et l'instauration des taux négatifs, les clients des banques de gestion se sont montrés très actifs. Probablement encouragés par leurs conseillers à rééqui-

librer leurs portefeuilles. Cette forte progression des volumes de transaction explique que l'exercice 2015 a été relativement solide, même si ce regain d'activité s'est calmé au 2<sup>e</sup> semestre. Le produit brut bancaire n'a baissé «que» de 5,6% dans la gestion privée l'an dernier (soit 1,5 milliard de francs de revenus évaporés tout de même).

Hier, les dirigeants des banques de gestion ont donné l'impression qu'ils pouvaient vivre avec ça. Mais pas avec une situation qui se dégraderait encore. Or la réaction exceptionnelle des clients post-15 janvier ne se répétera pas cette année. L'état des marchés depuis le début de l'année découragerait même les clients les mieux disposés. Les véritables dégâts du franc fort apparaîtront donc cette année. Surtout que le secteur ne

pourra pas les compenser avec une amélioration des conditions cadres domestiques ou internationales.

En Suisse, la votation sur l'initiative Matter pour la protection de la sphère privée — les banques privées ne sont ni pour ni contre — risque d'augmenter la charge de travail des établissements. Sur le plan international, la volonté d'obtenir l'accès

aux marchés en échange de l'échange automatique se heurte à la réalité des négociations. On a ainsi concédé l'échange automatique avec l'Australie en ne recevant qu'un modeste engagement à aborder un jour l'accès au marché. Bien sûr, ce n'est pas un pays incontournable, mais de bonnes nouvelles seraient bienvenues, pour changer. ■

## LINDEGGER

## OPTIQUE

maîtres opticiens

Genève www.lindegger-optic.ch



9 771421 948004 5 0 0 0 2