

La danse de l'euro

Le modèle ultralibéral de création de l'euro a généré ses propres failles.

MICHEL SANTI*

Dans le cadre de la mise en place de l'Union européenne, des quotas stricts en matière de dépense publique furent arrêtés tout en éloignant des Etats membres toute possibilité et toute tentation d'exploiter les vertus de la création monétaire. Pour ce faire, une Banque centrale européenne fut mise en place selon un modèle en déconnexion totale avec les politiques budgétaires et fiscales des membres. Autiste, la Banque centrale européenne le fut dès le départ. Les fondateurs de cette Europe ultralibérale considéraient (à la suite de Milton Friedman) que l'argent est tellement suspect que son usage doit être strictement surveillé par un organisme sur lequel les Etats – pourtant souverains – n'auraient aucun droit de regard. L'argent était cette boîte d'allumettes que l'on enlève à l'enfant, non sans le réprimander. Ce contre-exemple européen est aujourd'hui particulièrement éloquent car on se rend compte que, ce faisant, tous les ingrédients d'une conflagration pire encore que celle de la Grande Dépression furent volontairement mis en place. Alors qu'il est tout à la fois naturel et légitime que l'Etat use de l'argent comme levier vis-à-vis de l'activité économique, pour subvenir aux besoins de certains groupes sociaux, pour faire payer (ou contribuer) d'autres, ou pour monopoliser des ressources. Cet acte lourd et fondamental de «monétisation» est donc omniprésent dans l'expression de l'Etat. En période de crise, seul l'Etat en effet donc nager à contre-courant en affichant plusieurs lignes de défense.

Sa banque centrale peut ainsi accorder des prêts sans limite aux établissements financiers qui subissent une dévalorisation de leurs investissements et des retraits massifs de leurs dépôts. En outre, la banque centrale agit à un autre niveau qui consiste à racheter les actifs à risques et ceux dont plus personne ne veut, jusque-là détenus par les banques et par les entreprises. Le but étant d'éviter le mal absolu qu'est la «déflation par la dette» décrite par Irving Fisher. L'utilisation par la banque centrale de sa monnaie prévient la vente généralisée des actifs, des titres et autres valeurs de la part d'opérateurs en mal de liquidités. Ventes qui provoqueraient une spirale baissière affectant toute la classe des investissements. La banque centrale peut enfin mettre à

disposition du Gouvernement les sommes pour assurer la relance de la demande agrégée, avec un impact bénéfique sur la croissance. Seule cette «danse du dollar», pour reprendre l'expression significative de Fisher, étant à même d'assurer la reprise économique.

Pourtant, les Etats ont été persuadés par les « experts » qu'ils ne pouvaient strictement plus se permettre de dépenser plus. Pendant que les économies déperissaient et que les gouvernements européens étaient menottés par leurs déficits, les interventions de la BCE se limitaient donc à leur plus stricte expression contre toute attente et en dépit du bon sens. Car une banque centrale n'est restreinte par aucune limite dans sa faculté de création d'argent, quand un gouvernement peut au même moment se retrouver à court de fonds sans être en mesure de sauver son économie. Un Etat qui refuse de faire appel à sa banque centrale ne peut donc invoquer aucun prétexte légitime le prévenant de redresser son activité économique et de rétablir l'emploi.

C'est pourquoi il est crucial de comprendre comment ce monopole de création d'argent fonctionne et comment il peut – et doit – être mis au service de l'intérêt général. En l'absence de cette détermination, l'action de l'Etat est inefficace, ou ne l'est que pour une minorité. Ce qui dégénère en «pauvreté au milieu d'abondance», pour reprendre les termes de Keynes, qui illustrerait parfaitement son propos en décrivant un contexte «où les maisons viennent à manquer mais où nul ne peut habiter dans celles qui existent par manque de moyens»! L'Etat doit donc mettre l'ensemble de ses ressources et de ses possibilités – y compris monétaires, bien sûr – au service de la nation. À cet effet, les déficits publics ne doivent rencontrer aucun obstacle ni aucune limite, si ce n'est l'accomplissement de la raison même d'exister d'un Etat, à savoir le rétablissement du plein emploi et la stabilité des prix. Les dettes font donc partie intégrante du fonctionnement et du train de vie d'un Etat.

*Gestionsuisse.com

L'ÉTAT DOIT METTRE
L'ENSEMBLE
DE SES RESSOURCES
ET DE SES POSSIBILITÉS –
Y COMPRIS MONÉTAIRES
– AU SERVICE
DE LA NATION.

WEB: la liberté menacée par la régulation

Lors du sommet de l'Union internationale des télécommunications (UIT), qui débutera la semaine prochaine à Dubaï, des efforts visant à renforcer la réglementation et la surveillance d'Internet sont à l'ordre du jour. Hamadoun I. Touré, secrétaire général de l'UIT, appelle à une réglementation coordonnée et consolidée à l'échelle internationale et croit à un «broadband miracle» à Dubaï. Le système ouvert actuel, qui repose sur des organisations de l'industrie et de la société civile, a fait ses preuves. De nouvelles réglementations et autorités internationales visant à contrôler et à surveiller internet ne sont pas pertinentes. Elles menacent la liberté du flux d'informations et d'idées, les standards ouverts et une concurrence qui fonctionne sur la base de conventions commerciales entre les différents acteurs. La délégation suisse au sommet de l'UIT à Dubaï doit s'élever clairement et sans ambiguïté contre de nouvelles réglementations et s'engager en faveur d'un internet ouvert et libre. – (Association Suisse des Télécommunications asut)

La parvulissime Genève au défi de la mondialité

Une prise de conscience de l'attrait et de l'utilité de la Genève internationale est absolument indispensable.

PIERRE WEISS*

Cohérence et volonté face à l'internationalisation du canton de Genève. Voilà deux qualités qui ne sont que lacunairement présentes dans l'esprit du Genevois lambda. Et qui justifient le mandat de recherches confié par la Fondation pour Genève aux quatre hautes écoles lémaniques (EPFL, universités de Lausanne et de Genève, IHEID).

La première moisson - d'autres gerbes d'études sont annoncées - n'enfonce pas seulement le clou sur l'apport économique et financier des entreprises multinationales, suisses comme étrangères, et des organisations internationales sises dans le canton; elle permet aussi de mieux saisir l'ampleur des défis auxquels il est confronté. En font à l'évidence partie l'aménagement d'un espace métropolitain transfrontalier «diffus» sinon discontinu, d'Evian au Chablais vaudois, en passant par Annecy, tant en termes immobiliers que de transports, les conditions fiscales proposées à ces entreprises et le niveau de formation de la main-d'œuvre; il faut aussi y voir des dimensions plus subtiles telle l'intégration sociale et culturelle de ces nouveaux Genevois, venus en nombre se mêler aux habitants du crû, dont les Vieux-Genévois, descendants des familles huguenotes. Mais d'abord un constat encore réjouissant pour la «parvulissime République», qui aurait désolé Voltaire, l'auteur de cette qualification désobligeante. Car Ge-

nève figure à la 35^e place sur 66 d'un classement des villes mondiales (32^e en 2010); seule Zurich, 25^e, fait mieux pour la Suisse (<http://www.atkearney.com/documents/10192/dfedfc4c-8a62-4162-90e5-2a3f14f0da3a>). L'importance des organisations internationales n'a en l'occurrence pas échappé aux auteurs américains de cette étude qui classe la ville du bout du Lac dans la même catégorie que Vienne et Nairobi

Derrière ces chiffres se trouvent leurs employés. Or, surprise, ils y sont un peu plus souvent suisses et titulaires d'un permis C (54%) que les collaborateurs des entreprises actives sur le marché local (52%), notamment dans les secteurs financier (72%) et scientifique (64%); le cliché de l'international étranger ne vaut en réalité que pour la galaxie onusienne. Autre cliché à mettre à la poubelle, celui d'entreprises multinationa-

les, le défi est ici de taille: non seulement se doter des diplômes souvent pointus recherchés par ces «multis», mais aussi acquérir les compétences linguistiques qui y ont cours.

Par conséquent, la multiplication des masters, et non des mastères, est un pas indispensable à franchir par les hautes écoles de la région. A cet égard, on peut imaginer qu'un recensement par l'université Genève de ses cursus de for-



IL FAUT ESPÉRER QUE LES CITOYENS DU CANTON CONCLUENT QUE LE POIDS ET LA VITALITÉ DU SECTEUR MONDIALISÉ DE L'ÉCONOMIE LOCALE ONT UN EFFET D'ENTRAÎNEMENT SUR L'ENSEMBLE DES ACTIVITÉS.

en la créditant d'un futur promoteur. La communauté internationale les entende!

Mais le canton, c'est aussi et très concrètement, en 2010, le poids de ses 931 entreprises multinationales employant 76.177 collaborateurs, soit 28% des emplois (à l'exception des organisations internationales), 40% du secteur tertiaire et 77% du secteur financier. Des «multis» dont le canton tire plus du quart de ses recettes fiscales, expression d'une valeur ajoutée atteignant, pour chaque équivalent plein temps, 218.148 francs (245.511 francs pour les multis suisses), quand la moyenne pour les entreprises cantonales n'est «que» de 167.119 francs. C'est peu dire que toute augmentation de la fiscalité les concernant serait suicidaire.

les employant des oiseaux étrangers de passage ne parlant pas français. En effet, selon un sondage réalisé dans le cadre de ce mandat, la durée du séjour moyen dans les organisations internationales est de 11 ans, elle atteint même 13 ans dans les «multis». Qui plus est, dans ses pénates, trois employés sur quatre de ces «multis» parlent français (43% pour les collaborateurs des organisations internationales).

Mieux, ces employés, dont un sur deux est un cadre (un sur trois pour les entreprises locales) sont à 51% au bénéfice d'une formation supérieure (30% pour les entreprises locales) et gagent en moyenne 14% de plus que dans une entreprise locale. Pour les jeunes Genevois ambitionnant une carrière dans ce type d'entrepri-

mation selon le critère linguistique puisse être accéléré par une interpellation parlementaire. Plus généralement, il est à espérer que les citoyens de ce canton concluent que le poids et la vitalité du secteur mondialisé de l'économie cantonale ont un effet d'entraînement sur le secteur économique local, et donc sur leur propre bien-être. Cela suppose notamment que les goulets routiers et immobiliers d'étranglement de la croissance cantonale soient supprimés par l'adoption de décisions politiques autrement plus appropriées que la mise en place d'un sympathique réseau de vélibs... A défaut, les malthusiens auront gagné, et la régression pour la Parvulissime pourra vraiment commencer.

*Directeur à la FER Genève

Exchange traded fund (ETF): la nécessaire démystification

L'opacité des réglementations induit l'investisseur en erreur.

EMMANUEL FRAGNIÈRE
JULIEN DONNET*

Le produit dérivé (swaps, futures, etc) est l'une des causes des maux de la finance d'aujourd'hui. On se souvient de la crise des Subprimes aux Etats-Unis et, quand bien même on l'aurait oubliée, chaque jour une nouvelle publication rappelle que cette crise trouve son origine dans les déviations de la finance. Parmi les divers instruments financiers, il en est un qui s'est propagé à grande vitesse. Ce sont les ETFs (Exchange-Traded Fund), et en particulier les ETFs synthétiques. Ces fonds accessibles à tout type d'investisseur, a gagné l'Europe tout entière. Cet instrument financier s'est inscrit, tout comme d'autres fonds de placements traditionnels, sous l'égide de la réglementation européenne UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). UCITS a pour vocation de protéger les investisseurs

et d'encadrer le marché des placements de capitaux collectifs.

A l'instar des accords de Bâle I, II et III, on observe différents stades de maturité dans l'évolution des UCITS, avec UCITS I, II et III, et finalement, le dernier opus, UCITS IV. L'adoption de la réglementation UCITS III en 2002 a autorisé pour la première fois l'utilisation de produits dérivés comme moyens d'investissement parmi les OPCVM (Organisme de Placement Collectif en Valeur Mobilière). Cette réglementation permettait dès lors de construire des stratégies complexes, voire trop complexes pour l'investisseur lambda. Les ETFs sont devenus pour la plupart «synthétique», se fondant principalement sur des produits de Swap. Ce changement a créé une grande confusion au sein des investisseurs. En effet, par définition la gestion de l'ETF suit une stratégie pré-déterminée, à savoir la réplcation d'indices boursiers ou de marchés. Dès le moment où un ETF utilise des produits dérivés, cela modifie complètement son profil de risque. Plus récemment, la mise à jour d'UCITS IV a favorisé la dissémi-

nation des ETFs au sein du marché européen. Cela a permis aux sociétés de gestion de piloter un fonds agréé à l'étranger directement depuis son pays d'origine. Avec pour conséquence, une diffusion et une démocratisation beaucoup plus large de l'ETF. Malgré ces mesures salutaires pour la fluidité des marchés financiers, il aurait été toutefois plus judicieux d'imposer une distinction claire et transparente entre les ETFs traditionnels, dit « physique » et les ETFs synthétiques.

La distinction entre les ETFs synthétiques et les ETFs physiques présente en effet une nécessité absolue. Bien que partageant des mécanismes similaires, par exemple, réplcation d'un indice ou constitution d'un panier de titres, les rouages de ces deux instruments ne sont pas identiques. La grande différence réside dans l'utilisation ou non de produits dérivés, contenus dans le panier de titres. Pour se protéger efficacement face aux risques financiers, il conviendrait de gérer ces risques de manière tout à fait distincte, soit d'un côté les ETFs physiques et de l'autre les ETFs synthétiques.

Le régulateur doit prendre de vraies mesures pour améliorer la transparence et la gestion des risques liés aux ETFs synthétiques. Les deux principaux dangers correspondent au risque de contrepartie qu'engendre l'utilisation du swap et également la qualité des titres détenus dans le panier de substitution. L'investisseur doit donc disposer en tout temps des informations relatives au contenu du panier de substitution (Swap). Il doit aussi connaître la qualité des actifs résidant à l'intérieur de ce panier, surtout en termes de niveau de liquidité.

Si les fonds d'ETFs synthétiques parviennent à fournir une transparence de cet ordre, alors l'investisseur pourra entreprendre un choix adapté à son profil de risque et à sa politique d'investissement. L'investisseur ne sera alors plus soumis à l'ambiguïté et à l'obscurité qui règnent à l'heure actuelle au sein des gestions d'ETFs synthétiques. Mais pour y parvenir, il faut absolument sortir au plus vite l'ETF synthétique de la réglementation UCITS.

*HEG Genève