

## 3 questions à Jean-Pierre Danthine

Professeur à l'Univ. de Lausanne et directeur du Swiss Finance Institute

**Dans un article récent, vous démontrez théoriquement que les bonus des managers ne doivent pas seulement être liés aux résultats de l'entreprise mais également à la situation globale de l'économie. Cette relation se vérifie-t-elle dans la réalité?**

Oui, dans une large mesure.

Notre modèle montre, par exemple, qu'il est parfaitement approprié qu'un manager annonçant des résultats en baisse puisse recevoir une augmentation de son bonus si la conjoncture dans laquelle l'entreprise évolue est favorable. La pratique est avérée tout en étant difficile à comprendre à la lumière des théories financières traditionnelles. Ce «paying-for-luck puzzle», comme il est nommé, est une forme de chance, celle de se trouver dans un contexte économique prospère, pour laquelle le manager perçoit une rémunération.

**Les cinq plus importantes banques d'investissement de Wall Street vont distribuer un montant record de 39 milliards de dollars de bonus pour l'année 2007, alors que trois d'entre elles ont publié les plus mauvais résultats de leur histoire au quatrième trimestre et que les actionnaires ont perdu plus de 80 milliards en valeur.**

**Est-ce normal?**

Je peux comprendre que cela puisse choquer et je ne veux pas éliminer l'hypothèse que ces montants résultent en partie de problèmes de gouvernance, mais l'économie américaine s'est plutôt bien comportée en 2007, avec une masse salariale moyenne en augmentation. Dans un article phare, Xavier Gabaix et Augustin Landier démontrent que, dans un monde globalisé, de grands écarts de rémunération peuvent se justifier par de faibles différences

entre la productivité des managers. Une décision judicieuse d'un excellent directeur peut en effet faire une grande différence.

**Michael Jensen a développé en 1986 la théorie selon laquelle les entreprises avaient tendance à surinvestir et à engager trop de personnel au lieu de redistribuer du cash aux actionnaires. Est-ce toujours le cas vingt ans après?**

Oui, sans aucun doute. La tentation de vouloir «construire un empire» n'a pas disparu. Sous-jacente à cette théorie est la vision selon laquelle une partie des compensations est cachée, sous forme d'avantages en nature par exemple. Les abus

étant maintenant plus visibles, je m'attends à ce que les actionnaires fassent preuve de davantage d'activisme à l'avenir.  
– (Propos recueillis par Sylvain Frochaux)

### WORKING PAPER

## Les conditions d'une crise bancaire sont réunies

«Tous les bonheurs se ressemblent, mais chaque infortune a sa physionomie particulière.» La célèbre phrase du roman *Anna Karénine* de Léon Tolstoï est la seule note de relativisme relevée dans les derniers écrits de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff. L'ancien économiste en chef du Fonds monétaire international et la professeure de l'Université de Maryland tirent la sonnette d'alarme: chaque crise est certes différente, mais tous les ingrédients à l'émergence d'un krach bancaire aux Etats-Unis sont aujourd'hui réunis. A travers l'étude des 18 cas post-1945, les deux chercheurs énumèrent cinq signaux classiques d'avant-crise: 1) accélération des prix immobiliers; 2) boom du prix des actifs; 3) déficit de la balance courante; 4) ralentissement de la croissance; et 5) augmentation de la dette publique. Mis à part le dernier point qui est à relativiser, les quatre premiers se vérifient et sont particulièrement inquiétants. Inquiétants surtout par les sommets qu'ils atteignent: un niveau deux fois plus élevé que celui des cinq crises les plus sévères jusqu'alors – Espagne (à partir de 1977), Norvège (1987), Finlande (1991), Suède (1991) et Japon (1992). Estimant que les Etats-Unis seraient «très chanceux» s'il arrivaient à éviter un krach bancaire, les deux chercheurs concluent leur article en tirant un parallèle avec la Saving and Loan Crisis (S&L) des années 1980, qui avait coûté 3,2% de croissance au PIB américain. L'une des causes de la crise S&L était, selon les auteurs, le rôle d'intermédiaire joué alors par les Etats-Unis entre les pétrodollars du Moyen-Orient et les pauvres emprunteurs d'Amérique latine. Aujourd'hui, les pauvres emprunteurs vivent entre New York et Los Angeles et doivent rembourser plus de mille milliards de dollars sous forme d'hypothèques de second rang. – (SF)