LES ACTES _ 2019

Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence

Renouer avec la confiance !

Renewing Trust!

ACTE IV

FAIRE CONFIANCE À LA FINANCE ?

Can We Trust Finance?

Aix Le Cercle des économistes
Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence

Session 1 **À QUAND LA PROCHAINE CRISE FINANCIÈRE ?** 3-26

Contributions : L. Bini Smaghi ; Ch. Calomiris ; O. Klein ; A. Lissowski ; Sh. Rao ; W. Verstraete
Coordination : B. Badré / Modération : S. Delanglade

Session 2 **LA FISCALITÉ EST-ELLE DÉCISIVE POUR NOS COMPORTEMENTS ?** 27-46

Contributions : S. Bery ; P. Cagni ; N. Roubini ; Ph. Vidal
Coordination : St. Stantcheva / Modération : M. Visot

Session 3 **FAUT-IL S'ENDETTER POUR S'ENRICHIR ?** 47-70

Contributions : Br. Angles ; H. Enderlein ; Ch. Kanté ; O. Renaud-Basso
Coordination : C. Lubochinsky / Modération : M. Landré

Session 4 **COMMENT INVESTIR FACE AUX INCERTITUDES ?** 71-93

Contributions : J.-J. Barbéris ; M. Durand ; O. Millet ; N. Notat ; Ph. Setbon ; M. I. Touré
Coordination : Ph. Trainar / Modération : S. Le Fol

Session 5 **LA FINANCE PEUT-ELLE MIEUX SERVIR L'ÉCONOMIE ?** 95-120

Contributions : M.-A. Barbat-Layani ; M. Cicurel ; Th. Déau ; L. Pereira Da Silva ; Fr. Riahi
Coordination : J.-P. Pollin / Modération : B. Basini

Session 6 **L'ÉPARGNE : INDICATEUR DE LA CONFIANCE ?** 121-139

Contributions : G. Cadiou ; N. Hayat ; E. Stigsgaard Fuglsang ; R. Weber
Coordination : J.-P. Pollin / Modération : E. Lechypre

Session 7 **LA CONCURRENCE FISCALE EST-ELLE INÉVITABLE ?** 141-162

Contributions : C. García-Peñalosa ; É. Léandri ; O. Péronnet ; P. Saint-Amans
Coordination : A. Trannoy / Modération : Ph. Escande

Session 8 **LA BLOCKCHAIN, NOUVEL INTERMÉDIAIRE DE CONFIANCE ?** 163-187

Contributions : X. Chassin de Kergommeaux ; A. Guo ; N. Narula ; N. Roubini ; A. Stachtchenko
Coordination : V. Mignon / Modération : E. Lechypre

Session 9 **FAUT-IL SE MÉFIER DE LA MONNAIE ?** 189-202

Contributions : J.-L. Billon ; O. Havrylchyk ; St. Ingves ; Fr. Villeroy de Galhau
Coordination : A. Bénassy-Quéré / Modération : D. Nora

Aix Le Cercle des économistes
Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence

ACTE IV

FAIRE CONFIANCE À LA FINANCE ?

Can We Trust Finance?

À QUAND LA PROCHAINE CRISE FINANCIÈRE ?

1

COORDINATION **Bertrand Badré** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Lorenzo Bini Smaghi** *(Société Générale)*
Charles Calomiris *(Columbia University)*
Olivier Klein *(BRED)*
Antoine Lissowski *(CNP Assurances)*
Shubhada Rao *(Yes Bank)*
Wilfried Verstraete *(Euler Hermes)*

MODÉRATION **Sabine Delanglade** *(Les Echos)*

SABINE DELANGLADE — On a célébré l'année dernière l'anniversaire des dix ans de la crise financière répertoriée comme la plus grave depuis 1929. Aujourd'hui, la question ne semble même plus de savoir si une nouvelle crise peut avoir lieu, mais quand elle aura lieu. Bertrand Badré va introduire et conclure ce débat. Il connait la banque comme sa poche, de Lazard à la Banque mondiale. Depuis, il a créé un fonds d'investissement et parcourt le monde pour promouvoir l'investissement durable.

BERTRAND BADRÉ — La question du « quand ? » est effectivement un peu superflue. La crise arrivera, la question est de savoir comment nous la gérerons. À titre personnel, je suis plus préoccupé par la crise de confiance qui nous occupe ici, que par la crise sociale et environnementale, mais il faut bien dire que cette question de la crise financière ne nous a jamais vraiment lâchés depuis dix ou douze ans, et elle recommence à nous hanter. En novembre et décembre derniers, les marchés ont décroché et on a eu

peur. Depuis, ouf, ils sont revenus à leur plus haut. On a eu peur, parce que cela fait bien longtemps que la plupart des gens, notamment ceux qui sont derrière leur écran, n'ont connu qu'un monde où les taux d'intérêt baissent et les marchés d'actions montent. Cela émousse un peu les réflexes, sans parler des gens qui s'occupent d'immobilier qui ne se souviennent plus que quelquefois, l'immobilier craque, comme il y a 25 ans. On a peur, parce que le récent record de la plus longue période d'expansion américaine de 121 mois vient d'être battu. Cela rappelle en creux que si on bat des records, les arbres ne montent pas au ciel et que les records ne sont pas infinis. On a peur, parce que toute une série d'inconnus se multiplient. On ne sait plus très bien comment analyser l'inflation, la productivité, les taux d'intérêt zéro, voire négatifs dans la durée, etc.

En tant que Directeur de la Banque mondiale, j'ai eu le privilège de participer avec les banquiers centraux aux travaux du *Financial Stability Board*. J'avais le sentiment que là au moins, nous savions et je n'ai jamais entendu aussi souvent les mots *uncharted territories* que dans ces discussions. On voit bien qu'on ne sait pas s'il faut attendre un ralentissement, une récession, une rupture, un changement de modèle ou si cette espèce de *New Normal* est condamné à durer ou comme certains disaient à l'époque – dont je crois Christine Lagarde – *The New Mediocre*. Depuis dix ans, le poids de la finance a crû. On a 80 000 milliards de dettes en plus dans le monde. Notre capacité politique à décider a décru.

Par ailleurs, la confiance dans le système a disparu. On a des risques plutôt en hausse, une capacité à faire face fragilisée et je reviens à l'un de mes dadas, un système qui n'a pas fondamentalement changé depuis dix ans, ni dans ses principes ni dans ses règles. Ce sont aussi des doutes croissants sur les pilotes, même si le récent changement peut redonner un peu d'optimisme[1].

Sommes-nous prêts ou pas pour la prochaine crise financière ? Quand ? Où ? C'est la question à plus de 10 000 milliards de dollars.

---

1. Le 2 juillet 2019, Christine Lagarde a été choisie par le Conseil européen pour prendre la succession de Mario Draghi à la tête de la Banque centrale européenne.

SABINE DELANGLADE — Lorenzo Bini Smaghi, vous êtes le président de la Société Générale après avoir été entre autres, membre du directoire de la BCE. Je crois qu'à la question « À quand la crise ? », vous préférez réfléchir à « Pourquoi la crise et comment peut-elle se déclencher ? »

LORENZO BINI SMAGHI — La différence entre prévoir le nom d'un prochain Président de la BCE et la date de la prochaine crise financière est que dans le premier cas, on ne gagne pas beaucoup d'argent tandis que dans le deuxième, on peut en gagner beaucoup. C'est la raison pour laquelle les économistes ne sont en général pas très bons pour prévoir les dates, parce que s'ils les connaissaient, ils deviendraient *fund managers* et laisseraient ce travail d'économiste à d'autres !

Plus sérieusement, je dirais que chaque crise est différente. La prochaine sera différente de celle que nous avons connue il y a dix ans. Mais il existe des éléments communs entre les crises. Je voudrais en développer quelques-uns, en particulier, le fait que les crises se caractérisent par une variation très forte des prises d'actifs financiers et en général, par une forte récession. Les deux éléments se renforcent l'un et l'autre. L'intensité de la crise dépend de la relation entre l'élément réel et l'élément financier.

Pour comprendre quand la crise arrivera et comment elle se développera, je crois qu'il faut regarder quatre éléments. Premièrement, l'impact des marchés financiers sur l'économie réelle, ce qui dépend de deux facteurs. Le premier est la concentration des risques, en particulier dans les portefeuilles des investisseurs et leur capacité à diversifier. Le deuxième est la contagion, c'est-à-dire que lorsqu'il y a une variation du prix d'un actif financier, dans quelle mesure cela va-t-il affecter les autres prises d'actifs financiers ? Vous vous souvenez des *subprimes*, dont on pensait au début qu'elles n'auraient pas d'effet sur d'autres actifs financiers, mais elles en ont eu un, parce que cela a amené à revoir tous les modèles de *pricing*.

Deuxième élément, l'impact de l'économie réelle sur les équilibres financiers qui dépend en partie de la mesure dans

laquelle les prix sont *mispriced*, s'il y a des bulles financières ou pas et du niveau de la dette non seulement publique, mais aussi privée. Je voudrais me concentrer sur l'élément réel inévitable lorsqu'il y a crise, je veux parler de la récession. Si on veut penser à la prochaine crise financière, il faut penser à la prochaine récession. Quand la prochaine récession aura-t-elle lieu ?

À ce stade, il est utile d'interroger les économistes. Les excellents économistes de la Société Générale me montrent quantité de graphiques et d'indicateurs dont deux sont très bons : d'abord la prévision des économistes qui généralement comprennent quand la récession est déjà là, a déjà eu lieu et que c'est déjà un peu trop tard. L'autre indicateur est la courbe des rendements. Le seul problème est que la courbe des rendements prévoit dix des cinq dernières récessions !

L'autre élément qui a beaucoup changé est que les banques centrales sont devenues *smart*. Quand elles voient que la courbe de rendement s'inverse, c'est-à-dire que les taux à long terme descendent en dessous des taux à court terme, elles coupent les taux à court terme. Elles réduisent la capacité de prévision de cet indicateur. En même temps qu'elles réduisent les taux à court terme, elles essaient d'inciter les investisseurs à réinvestir, pour reprendre de la confiance. Chaque fois que la FED indique qu'elle va réduire les taux d'intérêt, le marché se reprend. Elle éloigne donc un peu la récession. Il est donc un peu plus difficile de prévoir les récessions, en partie grâce à l'action de la politique monétaire. Mais ce faisant, la politique monétaire contribue à la distorsion des prix qui est une des conditions d'une crise financière. Elle réduit peut-être le risque d'un choc réel, mais augmente le *mispricing* et donc le risque d'un élément financier.

Je crois qu'une crise, une récession, n'est pas provoquée que par des éléments réels. Souvenons-nous de la dernière récession qui a suivi la chute de Lehman Brothers. Ce n'est pas seulement le réel, c'est la contagion globale, l'impact sur les consommateurs, les investisseurs. Ce qui a vraiment frappé les esprits, c'est l'image qu'a montrée la télévision pendant quelques jours de gens qui sortaient de leur bureau avec leurs cartons et l'impact que ces images ont

eu sur le commerce international. Dans tout cela, il y a aussi une dimension de communication, une dimension médiatique. Prenez l'exemple du Brexit : un Brexit désordonné qui serait retransmis dans le monde entier à travers des images de gens à la frontière, de files de camions empêchés de rentrer en Angleterre ou en Europe, d'insuffisances d'approvisionnement de certains produits, tout cela pourrait contribuer à une crise de confiance qui recréerait à son tour un *repricing* des risques dans tous les actifs financiers. C'est là qu'il faut se demander si ces risques sont bien distribués dans le système économique ou s'ils sont trop concentrés.

L'autre question fondamentale est celle des instruments dont disposeraient les autorités monétaires pour faire face à une crise de vente, où l'on s'apercevrait probablement que certains produits ne sont pas aussi liquides que ce qu'on pensait. La Banque centrale pourrait-elle intervenir pour remplacer le marché, comme cela a été le cas en 2007 ? Aurait-elle les instruments adéquats ? Vous vous rappelez qu'aux États-Unis, certaines institutions financières, banques d'investissement sont devenues banques pour avoir accès au crédit. En Europe, il y a des contraintes.

Je vous laisse donc avec ce point d'interrogation. Regardons bien ce qui va se passer avec le Brexit, parce que si les autorités politiques ne s'accordent pas, cela risque de mal tourner. Cela ne veut pas dire que ce sera une crise financière, mais il faudra regarder certains éléments de très près, parce que ce pourrait être la petite étincelle qui met le feu aux poudres.

SABINE DELANGLADE — Les Banques centrales sont devenues *smart*. Chaque crise est différente. Shubhada Rao, vous êtes docteur en économie de l'université de Bombay. Vous êtes aujourd'hui chef économiste de Yes Bank, la quatrième banque indienne, fondée en 2004. Yes Bank a remporté le prix de la banque indienne à la croissance la plus rapide en 2011. Elle a été banque de l'année en 2015. Elle fait partie d'une nouvelle génération de banques indiennes et il sera évidemment très intéressant d'avoir votre point de vue sur la perspective d'une crise vue d'Asie.

SHUBHADA RAO — What essentially is a financial crisis caused by? Macroeconomic balances? Imbalances? Internal or external shocks? Irrational factors? Probably, until 2008, the global financial crisis was a culmination of all of those and more. If you track the global growth scenario, expansion cycles, growing cycles have been shorter and cycles of deceleration have remained fairly long. For example, if we take an assessment of 193 countries, 88 countries have forecast a median growth of 0.4%, while 102 have growth contracting by almost 1%. Basically, the point we are trying to make is that the growth is becoming more broad-based on a slower track, and this is probably the time we have to be wary of all the red flags that could emerge now across the globe. In an already slowing world on a broader basis, if we have an emergence and combination of all the red flags that may produce something like a financial crisis, we would be better warned and prepared to mitigate these potential risks.

What are these indicators? On a quick random check if you look at four or five of these indicators, the yield curve, particularly in the US is getting flatter and sometimes inverse. In many of the G10 countries, the yield curve has already started to become inverse. If you track the copper/gold ratio it has been declining; gold for safe haven risk aversion and copper for representing risk. The copper/gold ratio has been declining for the last year. If you look at the Baltic Dry Index for the sea trade transport, that has been close to the global financial crisis lows. The global trade volume has been contracting very quickly. The PMIs, which indicate the survey, are looking bad and the US tax receipts on an annualised basis are shrinking. If I add all of these indicators, I am probably a more wary person on when the crisis will emerge and how.

In terms of how, there is one point, since I come from India and India is part of the emerging market basket, and the second largest economy within the emerging markets in terms of size, population, whichever indicator you want to look at. Emerging markets enjoyed a serious amount of financial flows, also the GFC with dollar liquidity sloshing around in the system. Most of the emerging market economies continued to borrow, and that

borrowing, that leverage was more in the forex debt. If you take the examples of Turkey and Argentina, we went through that problem of accumulation of forex debt, and almost 50% of the debt in Turkey is forex denominated and in Argentina it is as high as 64%. For both countries, that is twice as much as the forex reserves and they have to deal with a potential problem.

Overall, for emerging markets, not just Turkey and Argentina, the debt has increased from 21 trillion, way back in 2007, pre-GFC, to 63 trillion, which is 210% of the GDP of the emerging markets. Most of this borrowing in recent years has been non-sovereign; it has been from households and corporates. What happens if your foreign currency debt, be it in dollar, euro and yen, has doubled to 9 trillion. China, India, Malaysia, South Africa, Chile, Brazil have all accumulated debt to the extent of 20% to 50% of GDP. Given this kind of accumulation of forex debt, there is a potential risk. No doubt, post-nineties Asia did significantly well and so did most of the emerging markets, in making their economies more resistant, moving to floating exchange rates from pegged, moving from short-term to long-term financing through bond markets. They have tried to make it more resilient and relatively shockproof, but at such times the risk arises when you have the ebbs and flow of financial conditions, essentially coming from the developed markets. Even if the domestic house may be in order in terms of rules and regulations and resilience within their domestic regulation, what if there is a surge of liquidity and what if there is a sudden ebbing of liquidity; a slice of which saw around the temper tantrum?

Essentially, what we are trying to flag is that emerging markets have done well in restoring a lot of domestic regulatory enhancement and the financial system, but overall the vulnerabilities continue to exist because of the shock to the financial system of capital flows from overseas. As a result, we believe that if one global growth engine, the emerging markets, falters, overall global growth may falter much more, because at this point the developed markets are not growing very rapidly. It is the emerging markets that are supporting global growth and if these volatilities continue, then probably the one big engine of growth

may also begin to falter and then we may have to live with a longer slowdown in terms of global growth, maybe well-below 2% or even lower.

SABINE DELANGLADE — Wilfried Verstraete, vous êtes le président du directoire d'Euler Hermes depuis 2009. Cette filiale d'Allianz est leader mondial dans le domaine de l'assurance du crédit. Vous-même avez fait l'essentiel de votre carrière dans ce domaine. Autant dire que vous surveillez toute l'évolution du paysage comme le lait sur le feu pour vos clients. Vous nous direz si le feu menace.

WILFRIED VERSTRAETE — Ce sont évidemment des évolutions que nous suivons de très près, parce qu'étant leader mondial de l'assurance-crédit, avec mission d'assurer nos clients contre le risque de non-paiement lors de leurs échanges commerciaux, il est vital pour nous de prévoir de la façon la plus précise ces risques de récession. Pour nous, la question du timing est au cœur de nos préoccupations et les mesures pour s'y préparer au mieux le sujet premier de notre réflexion.

Pourquoi le timing est-il devenu une thématique aussi importante ? Le thème de cette conférence le démontre, c'est tout simplement parce qu'il y a un très grand nombre de facteurs de déséquilibre fondamentaux qui impliquent aussi bien des risques politiques, financiers et de contagion. Cela a déjà été mentionné. Il y a aussi un élément qui pour nous est absolument crucial, c'est que nous avons totalement abandonné le concept de prix du risque. Aujourd'hui, le risque n'a plus aucun prix. Pour donner quelques exemples de ces déséquilibres fondamentaux, on voit que la valeur des marchés d'actions est tendue à l'extrême. La capitalisation boursière aux États-Unis représente aujourd'hui 145 % du PIB, alors qu'avant 2008, elle n'était qu'à 130 %. On voit également que la faiblesse des taux incite tous les investisseurs, tous les acteurs économiques à prendre encore plus de risques, parce que, encore une fois, le prix du risque a totalement disparu. Cela s'est encore amplifié par une liquidité plus qu'abondante. On voit que non

seulement la dette souveraine, mais aussi celle des entreprises ont fortement augmenté. Aujourd'hui, aux États-Unis, elle est à 74 % du PIB et en zone euro, elle est à plus de 100 %. En Chine, elle était à 100 % en 2008, elle est passée à 150 % du PIB en 2018, et je ne parle que de la dette des entreprises chinoises. En plus, la qualité du crédit se détériore très fortement. Aujourd'hui, 50 % du segment *investment grade* aux États-Unis est triple B et 75 % des nouvelles émissions obligataires aux États-Unis sont aussi triple B. Cela veut dire que la qualité du crédit se détériore fortement.

Tout cela peut avoir des conséquences très importantes. Pour vous donner une idée de l'impact que cela peut avoir sur les entreprises en France, une augmentation de 100 points de base des taux d'intérêt ferait baisser de 7 points les charges financières qui pèsent sur les entreprises. Les charges financières passeraient de 15 % à 22 % du résultat opérationnel. Un autre déséquilibre très surprenant est qu'aujourd'hui, la Grèce, à cinq ans, se finance moins cher que les États-Unis. La politique de la BCE avec des taux anormalement bas et qui copie un peu ce que fait la FED amène à des déséquilibres fondamentaux, puisqu'il n'est pas normal que la Grèce se finance moins cher que les États-Unis à horizon de cinq ans.

Évidemment, on parle aussi beaucoup des tensions commerciales qui s'intensifient tous les jours. Si effectivement, les menaces exprimées régulièrement par les États-Unis sont mises en œuvre, cela pourrait coûter très cher à l'ensemble de l'économie mondiale. Dans les quinze derniers jours, on a vu la France, la Belgique et un certain nombre d'autres pays passer à des taux négatifs, ce qui confirme encore que le prix du risque a totalement disparu des écrans.

Nous croyons que le déclencheur le plus probable de la prochaine crise financière sera politique, ce qui est pour nous l'élément le plus difficile à prévoir. On voit tous les jours augmenter les tensions, que ce soit sur le plan des échanges commerciaux ou sur celui des tensions géopolitiques. Il ne faudrait pas grand-chose pour mettre le feu aux poudres.

Je dirai enfin que par rapport à 2008, les marges de manœuvre sur le plan de la politique monétaire ont quasiment disparu. Les Banques centrales n'ont plus guère d'outils à leur disposition ni

de mesures possibles. Dans le cas de la France, par exemple, le taux moyen de sa dette en 2008 était de 4 %. Aujourd'hui, il est à 1,5 %. Rien que cette différence représente une économie de trente milliards sur le budget de l'État. S'imaginer qu'on revienne à des taux plus normaux de 3 % ou 4 %, équivaudrait à un coût supplémentaire de 30 milliards sur le budget de l'État, à mettre en regard avec la difficulté qu'il y a à trouver quelques centaines de millions d'économies. Les puissances économiques les plus importantes ont réussi à travers le G7 à plus ou moins coordonner leurs actions. Aujourd'hui, la grande question est d'imaginer que Trump, Merkel, Poutine, Xi Jinping et autres seraient capables de se mettre autour de la même table, pour essayer de trouver des solutions à une crise économique mondiale ou une crise financière mondiale. Ce sera beaucoup plus difficile qu'en 2008.

SABINE DELANGLADE — Olivier Klein, vous êtes le directeur général de la BRED, vous êtes entré à la BFCE en 1985. Vous êtes également professeur d'économie financière à HEC et vous faites partie du Conseil de l'Institut d'Études économiques Rexecode.

OLIVIER KLEIN — La grande crise financière précédente a entraîné un risque déflationniste qui de mon point de vue a totalement justifié les politiques monétaires non conventionnelles, avec des taux courts à zéro, voire négatifs et des taux longs poussés vers zéro grâce au *quantitative easing*. Évidemment, l'utilité venait du fait qu'on mettait les taux d'intérêt à long terme en dessous du taux de croissance nominale, ce qui a pour effet d'aider les acteurs surendettés à retrouver plus aisément une santé financière. Cela permet aussi parallèlement et conjointement de relancer l'économie. La question est qu'on est sorti du risque déflationniste, qu'il y a eu un regain de croissance indéniable, une vraie reprise du crédit, à des moments différents aux États-Unis et dans la zone euro, mais au total partout.

Le problème vient maintenant du fait que bien qu'il n'y ait plus de risque déflationniste, on maintient une politique monétaire qui

n'a plus lieu d'être. Certes, aux États-Unis, il y a eu un peu de sortie de cette politique depuis 2016, puis depuis 2017 en ce qui concerne le *quantitative easing*, depuis fin 2018 en zone euro, mais les taux sont restés inchangés. Aujourd'hui, dans les deux pays, on annonce qu'on pourrait revenir à des baisses de taux ou accroître à nouveau le *QE*. Pourquoi ? Parce que l'inflation n'est pas au niveau souhaité, disent les Banques centrales. Le sera-t-elle à court terme ? Ce n'est pas le débat d'aujourd'hui, mais ce n'est pas évident. Peut-on poursuivre cet objectif très longtemps ? Plus vraisemblablement, parce qu'il y a la crainte qu'une remontée des taux ne pose trop de problèmes d'insolvabilité pour le privé et qu'un sujet de dominance fiscale pour le secteur public pousse les Banques centrales à faire très attention à la solvabilité des États. Aujourd'hui, on a la crainte d'un retournement de conjoncture qui augmente manifestement le souhait des Banques centrales de revenir à des politiques encore plus accommodantes.

Cela fait que tout le monde s'accorde à dire la plupart du temps que les taux resteront très bas pour encore longtemps. C'est le *low for long* qui s'installe. Pour moi, s'installe surtout un cercle vicieux dangereux car conserver trop longtemps des taux d'intérêt nominaux inférieurs au taux de croissance nominale conduit non pas à aider les acteurs à se désendetter, mais au contraire à les inciter à poursuivre leur endettement. Cela conduit directement à une instabilité financière accrue et logiquement à un plus grand risque de crise financière ; il me semble que lorsqu'on étudie de façon historique toutes les crises financières, on a ici les prémices très claires d'un cycle financier assez mûr qui peut conduire tôt ou tard – évidemment, on ne sait jamais exactement quand – au retour d'une crise financière qui pourrait être importante.

D'où viendrait cette crise ? De la bulle actions, non. Il me semble modestement que les PER ne sont pas excessifs par rapport à leur tendance passée. Je crois un peu plus à la bulle immobilière facilitée par les taux d'intérêt extrêmement bas. Il ne me semble pas que ce soit un problème extrêmement grave aujourd'hui, mais malgré tout, on voit bien que les prix de l'immobilier, même corrigés, de l'indice général des prix sont revenus dans beaucoup de pays à

des niveaux proches de ceux de l'avant-crise qui avait été déclenchée par une bulle de crédits, doublée d'une bulle immobilière en 2007. Ce que je crains surtout aujourd'hui, c'est la bulle de crédits. Elle n'est pas spécifiquement bancaire, elle est toutes formes d'endettement permises par tous acteurs investisseurs financiers. Le taux d'endettement a beaucoup augmenté, même pendant ces dix dernières années, facilité, on l'a dit, par des taux d'intérêt trop bas par rapport au taux de croissance nominale. Je ne prendrai qu'un seul chiffre, celui du taux de l'endettement mondial. Tous acteurs confondus publics et privés, il était de 60 % du PIB en 2000, 100 % en 2008, 140 % en 2018. On n'a pas vraiment connu de désendettement global, par secteurs oui, par pays parfois, mais globalement aucun. Ce n'est pas seulement le taux d'endettement beaucoup plus élevé qui fait craindre la prochaine crise, ce serait plutôt comme toujours, la conjonction avec une prise de risques de plus en plus forte, parce que les acteurs, notamment investisseurs épargnants ou représentant les épargnants cherchent le rendement quelles que soient les circonstances environnantes : il n'est guère possible d'offrir des rendements négatifs à des gens qui cherchent à placer leur épargne. Naturellement, cela pousse tout le monde à aller chercher le rendement quand même. Ce sont les caisses de retraite de bonne foi, les assureurs de bonne foi, les fonds de placement de bonne foi, les banques qui essaient de trouver des crédits un peu rémunérateurs par rapport au coût de leurs ressources.

Tout cela fait qu'on se retrouve en pleine phase euphorique du cycle de crédit, bien repérée historiquement. Je signale presqu'en passant les prêts aux entreprises de moins en moins solvables, ce qui de surcroît augmente leur fragilité financière. Les prêts crédits sont de plus en plus longs, de plus en plus illiquides. Les prêts sont de plus en plus *in fine* remboursables avec le principal tout à la fin, folie furieuse à laquelle tout le monde se laisse aller de plus en plus. Ce sont plus de leviers, naturellement. Les collatéraux sont que la valeur des garanties a follement baissé depuis quelques années. Quant aux mécanismes qui permettent de donner des limites dans le ratio d'endettement sur capitaux propres ou autres choses du même genre, ils ont totalement explosé aujourd'hui,

ce qui revient à donner une limite à l'infini ! En même temps, les primes de risque ont considérablement baissé ce qui augmente la vulnérabilité des prêteurs ; les banques, les caisses de retraite, les fonds de placement, les assureurs sont dans une situation où ils commencent à engranger des choses beaucoup plus illiquides, beaucoup plus risquées, avec des primes de risque beaucoup plus basses.

Qu'est-ce qui peut faire éclater la bulle ? Bien sûr, tout le monde parle des taux d'intérêt qui la feraient éclater s'ils remontaient. Comme tout le monde pense que les taux d'intérêt ne vont pas remonter de sitôt, on peut se dire que finalement, il n'y a pas, il n'y aura pas de crise financière. Bien sûr, une remontée des taux d'intérêt ferait éclater beaucoup de choses, y compris les entreprises zombies qui sont précisément celles qui seraient insolvables si les taux revenaient à la normale. Je rappelle que dans l'OCDE, en 1990, il y en avait 1 %, 5 % en 2000, 12 % en 2016. Le risque d'éclatement de la bulle ne vient pas que d'une augmentation possible des taux qu'on ne voit pas à l'horizon – et je rejoins totalement ce que disait Lorenzo Bini Smaghi –, ils peuvent venir aussi d'un ralentissement fort de la croissance. On aurait ainsi une convergence, comme d'habitude, entre cycles financiers et cycles réels qui déclencherait une crise systémique.

Quelles sont les conséquences d'un ralentissement de la croissance ? Une baisse des cash-flows, donc plus de difficultés à rembourser, tant pour les États que pour les entreprises, des primes de risque qui remontent, donc la valeur des dettes qui se déprécie brutalement. Sur ce point, je vois moins de problèmes pour les assureurs et les fonds de retraite, parce que l'argent est bloqué sur le long terme, que pour les fonds de placement qui verraient une dégradation brutale des notes de ce qu'ils détiennent qui conduirait à vendre peut-être précipitamment et simultanément. Pour les fonds, j'ajoute qu'en général, ils proposent la liquidité à leurs investisseurs, mais qu'ils achètent de plus en plus d'illiquides et naturellement des *fund runs* comme on vient d'en voir trois dans un passé tout récent qui ne sont pas, j'espère, annonciatrices de la prochaine crise qui pourrait venir.

De leur côté, les banques sont bien mieux capitalisées qu'avant la dernière crise et à mon avis, beaucoup moins risquées. Je crois que les prochains risques de crise financière majeure viendront plutôt du *shadow banking*. Cependant, la structure de la courbe des taux avec des taux écrasés vers zéro, parfois même des taux interbancaires ou de dépôt à la BCE très inférieurs à zéro et des taux longs très proches de zéro fragilisent progressivement les banques qui seront d'ailleurs de ce fait moins capables de prêter davantage qu'auparavant. Je crois que ce sera sur un temps de deux, trois, quatre ou cinq ans qu'on entendra parler de cela et à court terme, les banques sont mieux protégées qu'auparavant.

Le danger est donc très fort que les banques centrales qui ont lutté avec des instruments très innovants contre des catastrophes veuillent se servir de ces mêmes armes pour des seuls retournements conjoncturels. Des taux bas, très longtemps retarderaient sans doute la prochaine crise, mais augmenteraient considérablement sa puissance.

SABINE DELANGLADE — Antoine Lissowski, vous êtes le directeur général de CNP Assurances, une compagnie d'assurances vie qui gère plus de 400 milliards d'euros d'encours. Vous avez fait toute votre carrière dans des fonctions financières. Vous avez donc connu toutes les crises qui se sont produites depuis 1982. Je crois que vous détectez beaucoup de paradoxes dans le discours sur la crise.

ANTOINE LISSOWSKI — Des crises, c'est normal, il y en a tout le temps. Dans des marchés financiers, il y a en permanence des ajustements d'anticipation des acteurs sur les sociétés, les États, etc. Dans un univers où il y a beaucoup d'évolution, ces anticipations sont très sensibles aux signaux les plus ténus, à toutes les informations. Quand on est un investisseur, un opérateur, on a l'habitude de ce genre de situation volatile.

Deuxièmement, il y a du bon dans les crises, parce que de temps en temps, il y a des acteurs qui sont fous ou faibles. Les acteurs faibles sont ceux qui ont pris des risques qu'ils ne pouvaient pas se

permettre. Les crises les éliminent, pour s'en convaincre, il suffit de faire la liste des grandes banques qui ont disparu depuis la crise précédente. Puis il y a des acteurs qui sont tout simplement fous, qui ont lancé des trucs qui ne marchaient pas et même s'ils étaient assez forts, ils ont quand même pris des bouillons qui ont parfois atteint le public. C'est la vie. Les crises ont aussi du bon, parce qu'elles corrigent des comportements de fond ou d'économie réelle. Aujourd'hui, par exemple, il n'y a plus beaucoup de *subprimes*.

Ensuite, il y a crise et crise. Elles ne sont pas toutes très graves. L'automne dernier, quand Apple a perdu 20 %, tout le monde s'est dit qu'il se passait quelque chose. 20% de dévissage chez Apple, ce n'était pas tout à fait rien. Nous nous sommes demandé s'il se passait quelque chose du côté de l'ensemble des GAFA, s'il y aurait contagion. Passés un jour, deux jours, trois jours, pas de drame, pas de crise, c'était un sujet purement Apple. La crise sur un titre va parfois s'étendre au marché des titres comparables. Il peut y avoir des diffusions de crises relativement locales. Parfois, cela va concerner une Bourse ou un pays. Par exemple, cela concernera souvent un pays, quand ce qu'on appelle le *spread* s'envole et tout d'un coup, les pays voisins qui sont plus ou moins justement assimilés ou identifiés voient leur *spread* un peu secoué à leur tour, parfois pas du tout, parce qu'ils ont des politiques et des situations pas du tout identiques. Un exemple européen est celui de l'Italie et de l'Espagne dont on a parfois eu tendance à confondre les situations, alors qu'elles sont vraiment très différentes.

Il y a un problème, quand on observe une diffusion qui n'est pas justifiée par quelque chose de fondamental. Cette diffusion atteint ensuite l'économie réelle et c'est la vraie crise. C'est celle de 2008, c'est celle des années trente, etc. On voit bien qu'à chaque fois, cette diffusion se fait par l'intermédiaire de la liquidité et du crédit et finalement par la santé du système financier. À la suite de quoi on se dit que puisque c'est comme ça, on va essayer de prévenir les crises suivantes, en s'occupant d'un peu plus près du secteur financier et de l'économie réelle. On va le faire en mettant un peu de carburant dans la machine, c'est à dire en baissant les taux. C'est comme ça

qu'on arrive à des situations dans lesquelles chaque fois qu'il y a un petit problème de croissance – et quand le monde change comme il est en train de changer, il y a plein de capital qui est en réalité obsolète, qu'il faut donc renouveler, plein de choses qui ne valent plus autant que ce qu'on les avait valorisées, etc. plein d'économies qui sont en transformation, – chaque fois donc, qu'il y a des problèmes de croissance qui risquent de menacer l'équilibre social, on remet un peu d'argent.

Du côté du secteur financier, on combine ceinture et bretelles, avec des régulations des capitaux des banques et des assureurs, des règles de gouvernance, des règles de contrôle et quantité d'autres règles. Ensuite on fait des *stress tests* ; dans le secteur où je suis, on passe notre vie à faire des *stress tests*. On est tout le temps en train d'imaginer ce qui se passerait avec le bilan de l'entreprise, ses fonds propres, si les taux faisaient cela, en même temps que le marché fait cela. Quand il ne se passe rien collectivement, le superviseur vous dit : « On va faire un *stress test* un peu plus fort, pour voir si vous tenez un peu plus. » Honnêtement, à la fin, cela finit par banaliser l'idée d'une crise, parce qu'on se dit à chaque fois que ça va passer.

Je crois que chaque crise est fille de la manière dont on a traité les crises précédentes. Aujourd'hui, comme on a très peur de la diffusion généralisée d'une crise – et on a assez raison d'en avoir peur –, on a à la fois décidé de créer beaucoup d'argent, et en même temps de mettre plein de fonds propres, plein de régulations dans le secteur financier. Tout cela est sympathique parce que la baisse des taux a un côté euphorisant ; elle donne l'impression que cela ajoute de la croissance. Ce n'est qu'une impression et les taux de croissance n'ont pas augmenté à mesure que les taux ont baissé. Elle est euphorisante, parce qu'elle ajoute de la valeur, des prix. Si tout simplement les taux d'actualisation sont différents, on ne le dit pas aux gens, mais on fait baisser les taux d'actualisation mécaniquement. C'est tout bête, mais c'est sympathique ! C'est un bon moment, la baisse des taux !

Le mauvais moment arrive quand les taux sont bas et qu'ils le restent. D'abord, parce que quand les taux sont bas, ils ne peuvent

plus baisser. L'euphorisant précédent, vous ne l'avez plus sous la main. Ensuite vous avez la maladie lente, pour les institutions financières, évidemment. C'est ce qu'on a dit à cette table, les institutions financières sont percutées par des taux très bas, très longtemps. Honnêtement, personne ne va pleurer sur leur compte. Les superviseurs vont leur donner des règles de capital pour éliminer les plus faibles au fur et à mesure, de façon à ce que cela ne fasse pas trop d'histoires et tout le monde va dire qu'ils n'ont qu'à faire évoluer leur modèle économique, qu'ils n'ont qu'à trouver la manière d'avoir de nouvelles ressources ou de réduire leurs dépenses. Ce qui est un peu plus dolosif et délétère à moyen terme, c'est que quand il n'y a plus de rendement, l'épargne n'est plus rémunérée à long terme. Nous sommes dans des univers où les populations vieillissent, avec une durée de vie qui s'allonge et un rendement de l'épargne qui baisse. Pourquoi est-ce qu'on lit aujourd'hui des statistiques qui montrent qu'il y a beaucoup de collecte des flux d'épargne dans nos institutions ? Tout simplement parce que dans le bon sens populaire, les gens ont compris que pour avoir autant de revenus dans le futur, il faut avoir mis plus d'argent de côté.

SABINE DELANGLADE — Charles Calomiris, vous êtes expert en politique financière, professeur à la Columbia Business School. Vos livres sont régulièrement primés, en particulier le dernier d'entre eux sur les origines politiques des crises bancaires. Vous avez beaucoup critiqué les mesures de régulation prises à la suite de la crise de 2007-2008. Si j'ai bien compris, vous tentez de quantifier des données qui jusque-là ne pouvaient pas l'être. D'ailleurs, il semblerait que vous trouviez des risques particulièrement élevés en Asie.

CHARLES CALOMIRIS — Since I am an academic, I want to focus my remarks on the question of forecasting crises; the successes and failures we have had in the past and how the future is going to be different and how forecasting is different. I am also going to talk a bit about new research methods that I think are going to be quite important.

First of all, I want to mention the successes. The last 30 years have been an unprecedented crisis pandemic globally and if you were going to ask if the elite fundamental experts got it right, the answer is yes, they did most of the time, figuring out which countries were really crisis risky. For example, go back and read the April 1997 special middle section of *The Economist*, on the coming crisis in East Asia and you will learn something unbelievable. Seven months before that crisis *The Economist* correctly predicted which three countries in Asia, –Korea, Indonesia and Thailand–, were going to have a major crisis. They correctly predicted it would be a twin crisis of a collapse in the banking sector with major fiscal costs and a major exchange rate collapse and they compared it to the Mexican crisis that had happened two years before. That is pretty good, but it is not the only one. I was involved in predicting very publicly the Argentine crisis that happened, two years beforehand. Rudi Dornbusch, the late, great German economist, as well as Jerry Caprio, correctly predicted the Mexican crisis in both its banking and exchange rate aspects, more than a year before it happened. Jerry Caprio in particular, pointed out that it was a replay of the Chilean crisis of 1982. Of course, also Raghu Rajan, but not just him, correctly predicted the American housing crisis. Also, many of us, once the Greek debt had been publicly acknowledged, that is the fraudulent accounting had been overcome, correctly predicted the unsustainability of that.

From a fundamental analysis, the elite fundamentalists have done pretty well. However, as has been noted, the timing not so much. The reason for that is that there is another set of fundamentals, not just economic. There are political fundamentals that have to do with making economic choices. The reason that the Mexican crisis happened in December 1994, was that the new President took office and the important news that became available to the market was that he was not going to do anything. The market was waiting, he did nothing and that caused the crisis. When George H. W. Bush, the father, decided after the 1998 election to crack down on the savings and loans industry, it gave recognition to the losses, which became the savings and loans crisis. That crisis had actually already been over with from the standpoint of the fundamental

incurment of losses since about 1983, but the recognition was the political matter. We have all been discussing monetary policy and of course that is also often politically driven, decisions about the timing of monetary policy changes. It should not be surprising that it is very hard to construct a panel database by country and by time, that correctly predicts the timing of crises, because it is not so easy to predict the political decisions to take economic actions or not. That is why the timing is so difficult.

However, that does not mean it is impossible, because once you recognize that there is this other side to predicting crises, then you can also start thinking about other tools. For example, I have made a brief note and references to some work I am doing using big data through natural language processing, to try to bring this other element of, let us call it softer analysis into the conversation. What is needed is a very broad-minded mapping of news that captures the relevant information about risk and the incipience of risk, the incipience of decisions and the context. We are finding in this research that much of what we are learning from natural language processing is that we are capturing not just the decisions of the elite, but what you might call the *zeitgeist* or the collective unconscious, to use the Jungian psychology term, of how people are reacting in their language to what they are experiencing perhaps in their politics or their society.

This is turning out to be quite possible though, so I want to emphasis that we are making enormous progress on this. Some of you may have heard of the EPU measure, Economic Policy Uncertainty. It is not my favorite measure; it was a pioneer, but I have been working in a different direction because the EPU measure imposes the economist's concept of which words to search do not think that is the right way to go and we are finding that trying to figure out the nature of the word flow from a whole variety of dimensions, not just from the particular words but from the overall context, that is what people are thinking. You can do this in a fairly economical, parsimonious way and that is quite remarkable. You can understand exchange rate changes, equity market changes, financial crises and you can also predict central bankers' behavior.

Of course, that is not surprising because central bankers are themselves reacting to the environment.

Let me tell you what our model is telling us as of May 2019. Emerging markets are a dangerous group, but particularly China and the economies that are most immediately dependent on China. India is also a high-risk group for a major equity market cumulative loss, but so is the US, reflecting some of those China-US frictions. Within Europe, so are the Netherlands, Poland and Slovakia. Also included, not surprisingly, Venezuela and in Africa, Kenya.

You do learn some things and in conclusion I want to make two overarching points. One is all of those predicted losses are not as bad as 2008; they are in the order of thinking about drawdowns in the equity market of maybe 10%. At least so far it does not look as if crises are imminent from these qualitative measures. The other thing I would say, is that of course there is a complementarity of tools. We have learned from the past that the economic fundamental tools are very useful and should be used in combination with these other tools that are better at understanding the political environment and the incipience of problems.

QUESTION DU PUBLIC — Comme l'a dit M. Lissowski, nous savons qu'une crise financière est inévitable. Il y en a eu plus de seize en moins de cent-cinquante ans. Les signaux sont de plus en plus alarmants. Cependant, il me semble que depuis la crise de 2008, les banques centrales essayent de contenir la crise financière dans le milieu financier et que les différentes régulations, comme Bâle III, les MiFID, etc., n'ont plus d'impact sur la société ni sur l'économie réelle. Pensez-vous que c'est une mission réussie pour les banquiers centraux ? Pour la prochaine crise, est-ce que vous pensez qu'ils auront les outils nécessaires pour la contenir dans les marchés financiers et seulement dans les marchés financiers ?

ANTOINE LISSOWSKI — Le mot d'ordre depuis quelques années est : « La crise ne passera pas par moi. » C'est comme la campagne de prévention du sida. La crise ne passera pas par moi, mais il y aura peut-être la crise.

OLIVIER KLEIN — Les banquiers centraux regardent les banques et les banques sont mieux protégées à ce jour, mais la politique monétaire qui n'est pas faite par les régulateurs, mais par les banquiers centraux commence à affaiblir les banques. Je ne crois pas qu'il y ait de malheur tout de suite, mais progressivement. En revanche, toute la politique macro-prudentielle nécessaire pour précisément contrer les phénomènes que je viens d'évoquer touche les banques, exclusivement les banques. Le fait de dire que les banques doivent se restructurer est très amusant. Si la demande vient à baisser, je comprends qu'on ait à se restructurer. Sinon, baisser les coûts si la demande est là, c'est juste un peu bizarre.

Pour finir, la vérité est le fait que la crainte, c'est précisément tout ce qui n'est pas contrôlé par le régulateur, donc le hors bancaire à court terme.

QUESTION DU PUBLIC — Est-ce que les taux sont bas, parce que la Banque centrale a réduit les taux ou est-ce que la Banque centrale a réduit les taux, parce que les taux sont bas ? Évidemment, cela dépend de quels taux, les taux à long terme ou les taux à court terme. Les taux qu'on utilise pour le *discount* dont on parlait, sont les taux à long terme. Si on n'est pas content, parce que les taux à long terme sont bas, faut-il augmenter les taux à court terme ou les réduire ? C'est ma première question. Pour l'instant, la théorie économique nous dit que pour augmenter les taux à long terme, il faudrait plutôt réduire les taux à court terme.

La deuxième observation est que les taux à long terme sont bas. Pourquoi ? Parce qu'il y a un excès d'épargne mondiale et une insuffisance d'investissement mondial dus à plusieurs facteurs qui ne sont pas liés à la politique monétaire. Là, on continue à parler de politique monétaire et on ne parle pas des autres politiques. Pourquoi ce déséquilibre entre épargne et investissement n'est-il pas comblé à travers des politiques en partie fiscales et en partie structurelles qui développent l'investissement ? À la fin, ce sont les Banques centrales qui prennent tout le mécontentement des banquiers, des économistes, etc., mais il faudrait commencer par se demander pourquoi les autres ne sont pas plus actifs. La pression

des acteurs, des économistes, des banquiers devrait plutôt porter sur les autres acteurs de politique économique, afin qu'ils fassent leur part pour une situation plus équilibrée entre épargne et investissement qui reporte les taux d'intérêt à long terme sur des niveaux plus équilibrés, ce qui permettrait peut-être à la Banque centrale de faire monter les taux d'intérêt.

CHARLES CALOMIRIS — Just three brief points in response to that very important question. First, my own research has found that central banks have increasingly responded to the stock market, which I think is a serious problem for the risks that have been described here. To be specific, the Fed was targeting problems that were showing in the Vix prior to the crisis, but not the other central banks. Since then, the Fed has increased its targeting of the Vix, and the Bank of England and the ECB have increased their responsiveness to changes in the Vix. I think this is the problem that was alluded to before.

Secondly, there is a new problem that is going to cause a magnification of this shock coming from what was referred to earlier as the search for yield. The search for yield has caused a major growth in emerging market dollar denominated corporate debt. The most interesting phenomenon about it is that most of that growth has come in bonds that are exactly USD 500 million in issue. Why? Because new investors, who I call cross-over investors, who are getting into this market for the first time, institutional investors from developed economies, want to have a bond that they think is going to be liquid because it is included in the EMBI index, which is a USD 500 million requirement. Companies are reaching to issue USD 500 million because of this huge benefit, which is more than a 1% discounted yield. That is creating a vulnerability that I think is quite remarkable if we get a recession in emerging markets.

On the regulatory side, I would say that I do not think the regulatory responses have been adequate. They have been an improvement, but I believe we are still doubling-down on inadequate ideas coming from the regulation use of book values in banks. I do not think that is correct and I have written about it at length.

BERTRAND BADRÉ — Je vais conclure en reconnaissant extrêmement humblement que nous n'avons pas répondu à la question. Alors, évidemment, c'est la faute des économistes. Il est un peu gênant pour le Cercle des économistes de le reconnaître même si heureusement, Charles Calomiris a défendu leur honneur et il y a eu quelques tweets qui sont venus du public des économistes pour protester !

La question difficile n'est effectivement pas « Pourquoi la crise ? », mais « Quand ? ». Le *timing* est difficile, personne n'a la bonne date et malheureusement, personne ne sortira de cette salle avec le truc qui va le rendre riche. Je suis désolé, j'aurais aimé !

Six points, rapidement. Premier point : on voit bien l'impact de la politique suivie depuis dix ans. L'aspect positif est que nous avons pour l'instant limité le risque déflationniste et que nous ne sommes pas morts. Je ne crois pas que nous soyons en 1939 ou en 1940. Il faut reconnaître cet aspect positif, même si nous voyons bien qu'à force de durer, nous ne savons pas bien dans quel territoire nous entrons.

Deuxième point : le rôle clé de la confiance. C'est un élément de fragilité. En cas de crise – je crois que Lorenzo Bini Smaghi l'a dit –, on paniquera plus facilement, compte tenu d'une confiance moins forte. Là aussi, les épisodes précédents nous ont marqués.

Troisième élément : c'est bien l'appréciation du risque qui est au cœur de la question. Tout le monde l'a rappelé, c'est un risque dont on se rend compte qu'il est mal pricé, dans un environnement de liquidités abondantes, où un certain nombre d'acteurs n'est pas forcément régulé de la même manière et avec les mêmes objectifs. Cela révèle donc des fragilités. On a parlé de qualité du crédit, d'une bulle de crédits en général, de l'évolution de l'immobilier.

Quatrième point : les facteurs déclenchants. Là aussi, il existe un lien très fort entre l'économie réelle et l'économie financière. C'est bien là que si les enchaînements entre les deux sont plus problématiques qu'un ajustement hebdomadaire ou mensuel et que cela se détériore, on pourrait partir vers des zones beaucoup plus risquées.

Cinquième point, celui d'Antoine Lissowski : il faut peut-être s'habituer à la crise. D'une certaine manière, la crise devient nor-

male et ce n'est pas forcément négatif. Il ne faut pas que cela se détériore plus que de raison. Il s'agit donc de s'habituer à de nouveaux outils de pilotage.

Sixième élément et je remercie en particulier Shubhada Rao de l'avoir rappelé, la crise n'est plus un sujet transatlantique comme en 2008-2009, c'est devenu un sujet mondial. Même si les marchés émergents sont plus risqués, ils sont un élément absolument déterminant de tout ce qui peut arriver pour la suite.

Voilà six points qui ne donnent pas tous ensemble une boule de cristal, ne constituent pas forcément les pièces d'un même puzzle, mais nous rappellent qu'il faut garder nos ceintures attachées, en particulier parce que l'une des questions sous-jacentes derrière ces questions de risques, de politique de suivi, c'est bien notre capacité à faire face à cette gestion d'une crise à venir qui est posée. Même si les Banques centrales sont *smarter*, comme je le disais au début on voit bien que nous sommes face à un certain nombre *d'uncharted territories*, des territoires que nous explorons jour après jour.

Je parlais de peur, en introduction. La peur, ce n'est pas grave, c'est souvent le commencement de la sagesse, sauf quand la peur se transforme en panique, parce qu'on n'a pas confiance. C'est bien cette petite zone dans laquelle nous entrons et à laquelle il faut faire extrêmement attention.

Je conclus vraiment en disant que ce qui me semble important est qu'on apprenne à se parler un peu plus. Les banquiers, les investisseurs, l'économie réelle, les économistes, on voit bien que chacun a sa vision des choses. On se parle peut-être un peu plus qu'il y a dix ans, mais pas encore suffisamment. Il faut non seulement se parler, mais aussi s'écouter.

LA FISCALITÉ EST-ELLE DÉCISIVE POUR NOS COMPORTEMENTS ?

2

COORDINATION **Stefanie Stantcheva** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Suman Bery** *(Bruegel)*
Pascal Cagni *(Business France)*
Nouriel Roubini *(New York University)*
Philippe Vidal *(CIC)*

MODÉRATION **Marie Visot** *(Le Figaro)*

STEFANIE STANTCHEVA — Nous allons parler d'impôt, ce qui suscite des réactions très viscérales, a dans l'histoire, déclenché des guerres, causé la chute d'empires et détruit d'innombrables déjeuners de familles. Mais c'est aussi un thème très important. Les impôts, en prenant le sens large de tous les transferts et taxes, sont un outil extrêmement puissant. Un petit changement d'impôt peut avoir de grands effets de cascade, des effets sur toute l'économie. Mal conçu, c'est un système qui peut freiner la croissance, l'activité économique ; bien conçu, il peut au contraire lever les fonds, redistribuer sans forcément faire mal à la croissance et à l'activité économique.

Les impôts sont omniprésents. Parfois, on s'en rend compte douloureusement, quand on écrit un chèque au gouvernement. Parfois, on ne s'en rend presque pas compte : quand on paie la TVA, il n'est pas forcément évident qu'on est en train de payer une taxe.

D'après moi, il y a deux grands concepts économiques à garder en tête et qui vont j'espère cadrer un peu le débat. Les impôts existent pour des raisons diverses : lever des fonds, redistribuer, c'est le cas pour l'impôt sur le revenu et l'impôt sur les sociétés.

Ces impôts vont avoir des coûts économiques, c'est-à-dire qu'ils vont modifier le comportement des contribuables de façon négative, ce qui n'est pas voulu et que les gouvernements essayent de minimiser. Des exemples de ces comportements : les gens vont s'arrêter de travailler si on les taxe davantage, vont épargner moins si on taxe l'épargne, vont immigrer s'il y a plus de taxes, etc. de même pour les entreprises. Ces effets, qu'on qualifie de nuisance ont des coûts économiques et il faut essayer de les minimiser quand ils sont en place. Certains de ces coûts économiques sont plus connus que d'autres : les effets sur le travail, sur les entreprises qui se délocalisent, etc., mais certains sont moins attendus et moins étudiés, par exemple les effets à plus long terme sur l'innovation. Est-ce que l'impôt sur le revenu, l'impôt sur les sociétés vont nuire à l'innovation ? Est-ce qu'ils vont faire fuir les inventeurs, faire décroître la quantité d'innovations, etc. ?

Il existe un deuxième grand concept, ce sont les impôts qui sont explicitement créés pour corriger un comportement ou au contraire l'encourager. Ils sont faits pour corriger une friction de marché, une imperfection de marché. C'est ce qu'on appelle une externalité. C'est conceptuellement très différent. Par exemple, quelqu'un fume à côté de moi et la personne ne prend pas en compte le fait qu'elle impose un coût sur ma santé en fumant. C'est ce qu'on appelle une imperfection de marché, car personne ne va payer pour la perte sur ma santé. Une taxe sur les cigarettes est donc une manière d'internaliser un peu le coût de la fumée sur les autres. C'est la même chose pour toutes les taxes qui ont été proposées sur les sacs plastiques, la pollution, le carbone, les sucres et les sodas aux États-Unis… afin de contraindre et donc essayer de limiter un comportement apparemment nocif.

À l'inverse, certaines taxes ou subventions sont inventées pour encourager des comportements qu'on pense bénéfiques pour la société, par exemple pour encourager l'énergie verte, subventionner les changements d'énergie, etc. Il existe ainsi de nombreux crédits et subventions pour l'innovation, parce que la société pense que c'est une activité bénéfique qui n'est pas suffisamment développée par les agents privés. Dans tous ces cas, les effets sur les comportements

ne sont pas du tout des nuisances. Au contraire, plus l'effet positif sur le comportement est fort, plus on favorise ce genre de taxes et de subventions, dans le sens où elles seront très efficaces et vont agir exactement sur la dimension souhaitée.

Cependant, ce type de taxes pose un autre problème quand il ne s'agit pas seulement d'externalité, par exemple, je fume et c'est ma santé que je détériore. Cela s'appelle une internalité. Dans ce cas, la question qui se pose est de savoir si les gouvernements doivent être paternalistes et contrôler le bien-être futur de l'individu ou bien respecter ses choix et ne pas essayer de corriger cette internalité ? Il s'agit de toutes les taxes sur les aliments gras, sucrés, les cigarettes, etc. ou autre internalité, plus positive, comme les subventions qui encouragent l'épargne, considérant que les individus n'économisent pas assez pour leur retraite. Toutes ces taxes, subventions, crédits qu'on appelle paternalistes en économie, c'est-à-dire qui ne respectent pas le choix des gens, mais essaient de l'orienter pour qu'ils maximisent leur propre bien-être.

Voilà un tour d'horizon sur les effets de nuisance de l'impôt sur la société et de l'impôt sur le revenu qui sont des coûts à éviter autant que possible et le cas des effets de comportements des taxes correctives, positives ou négatives, qui sont voulues, mais qui posent plutôt le problème éthique et normatif de la limite jusqu'à laquelle un gouvernement se doit d'être paternaliste pour corriger des internalités que les individus s'imposent à eux-mêmes.

MARIE VISOT — Pascal Cagni, en tant que président de Business France, vous devez attirer les investisseurs étrangers qui regardent la fiscalité de très près, surtout dans un monde où la concurrence est féroce pour attirer les investissements. La fiscalité est importante, surtout dans un pays où on a connu des périodes avec des taxes à 75 % sur les très hauts revenus.

PASCAL CAGNI — Dans l'agence Business France, on sait à la fois aider des PME à exporter, mais on essaye également de déployer le fameux « tapis rouge » de Boris Johnson, pour les faire venir sur le territoire national. C'est dans ce cadre que s'exerce mon

rôle d'ambassadeur. Nos équipes ont rencontré plusieurs dizaines de milliers d'investisseurs. Ce qui est intéressant c'est qu'il y existe un temps de latence très long concernant la perception que les investisseurs étrangers ont sur les taxes et sur la France. En effet, dans les attributs négatifs de la « marque France », au-delà des fameuses 35 heures, on retrouve encore très fortement l'empreinte des 75 % d'impôts sur les personnes physiques, alors qu'ils ont sans doute pesé sur moins de 1 000 personnes. Ces souvenirs plus les gilets jaunes, compliquent le travail qui devient aussi d'autant plus passionnant.

Pour illustrer ce challenge que représente l'attractivité, j'utilise souvent l'image du « carré magique » qui reprend quatre atouts français majeurs. Tout d'abord, à l'heure où de nombreux pays entrent dans une forme de protectionnisme, dans une forme de guerre commerciale, notre pays lui se veut extrêmement ouvert. C'est pour cela que nous souhaitons accueillir non plus 250 000, mais 500 000 jeunes étudiants étrangers. C'est pour cela aussi que nous avons un arsenal de taxes extrêmement intéressant. Avec la loi TEPA, Christine Lagarde avait annoncé la création du statut « d'impatrié » qui nous permet d'utiliser les taxes à l'heure où on se bat dans le cadre du Brexit, pour inciter un maximum de sociétés étrangères à venir sur le territoire français et offrir aux hauts revenus la possibilité de le faire sans être pénalisés.

Dans le travail fourni pour attirer les talents, l'information fiscale joue un rôle décisif car il s'agit d'expliquer aux candidats potentiels que ce qui est important est ce qu'on appelle le « net en poche ». En effet, même si un salaire brut est à 1,45 fois ou 1,50 fois le coût frontal, compte tenu du prix de l'immobilier moins cher que celui de Londres, d'une qualité de vie meilleure, d'un État de providence plus fort, ce que les gens auront en poche à la fin de la journée sur notre territoire national est plus intéressant. Les taxes jouent donc un rôle très important. Elles jouent aussi un rôle dissuasif sur cette capacité à attirer les talents, lorsqu'on va leur expliquer que grâce à ce statut d'impatrié, ils ne seront pas taxés sur leur patrimoine puisque la réforme du gouvernement a transformé l'ISF en IFI. L'ISF était une spécialité française, à 1,5 de taux, alors

qu'on était dans un marché à taux zéro, ce qui était vu comme un peu confiscatoire.

Il est donc clair que concernant l'attractivité française, les taxes jouent un rôle important. Le talent déployé ces dernières années et plus particulièrement ces dix dernières années, a été de les utiliser de manière positive.

Le deuxième côté de ce « carré magique » concerne l'innovation. La France démontre aujourd'hui qu'on peut attirer beaucoup de centres de recherche et développement. Une étude de Ernst Young datée du 4 juin 2019[1], montrait que la France hébergeait plus de projets de recherche et développement que l'Angleterre et l'Allemagne réunies et c'est une grande fierté pour nous. En matière d'innovation, il y a également le Crédit d'Impôt Recherche. Ce pays se veut un pays d'innovation. Nous sommes au quatrième rang des pays qui déposent des brevets. C'est aussi grâce au Crédit d'Impôt Recherche, qui depuis près de dix ans, accorde aux 28 000 entreprises qui en bénéficient et qui investissent jusqu'à 100 millions en R&D un avantage fiscal de - 30 % sur ces 100 millions. C'est un coût important pour la société, près de cinq milliards, mais de cela résulte aujourd'hui, un pays, la France, qui attire sur son sol 20% des centres de R&D européens. C'est pour cela que je suis très positif sur le sujet, nous montrons que nous pouvons y arriver.

Une autre taxe extrêmement intéressante nous a permis d'embrasser cette révolution numérique, c'est le troisième côté du « carré magique. » Nous avons, pour embrasser la révolution numérique comme nous le faisons, la *French Tech*, qui est un énorme mouvement collectif qui fonctionne très bien. Nous avons par exemple créé le statut de « jeune entreprise innovante ». À condition de dépenser plus de 15 % du ses charges en R&D, la jeune entreprise innovante va bénéficier d'exonérations. Cela fonctionne bien, puisqu'aujourd'hui, la *French Tech* crée des emplois et beaucoup de start-ups. En 2017, il n'y avait dans cette *French Tech* que six entreprises qui avaient été capables de lever

1. Sources : Baromètre Attractivité de la France 2019, Paris, le 4 juin 2019 (53e édition du rapport RECAI (REnewable Country Attractiveness Index)

plus de 40 millions d'euros, en 2018 il y en a eu douze, et pendant les six premiers mois de 2019, il s'en est déjà créé dix-sept qui ont levé plus de 40 millions d'euros. Nous savons que lorsque nous nous focalisons sur ces sociétés de croissance, nous créons de l'emploi.

Enfin, le dernier côté du « carré magique de l'attractivité » consiste à ne pas embrasser exclusivement la révolution numérique, mais aussi de réindustrialiser notre pays. Notre pays a aujourd'hui une industrie qui représente à peu près 12 % de son PIB. Pendant des années, l'industrie en France a perdu des emplois et pour la première fois, l'industrie recrée de l'emploi. Là aussi, les taxes jouent un rôle important. Cela s'appelle le sur-amortissement fiscal, notamment pour le passage aux robots.

À l'évidence, dans ce « carré magique » de l'attractivité les taxes ont un rôle essentiel.

MARIE VISOT — Suman Bery, vous faites partie du *Think tank* Bruegel et vous avez été longtemps l'économiste en chef de Shell. Vous maîtrisez parfaitement les sujets énergétiques et environnementaux. Vous allez pouvoir nous expliquer comment les comportements environnementaux peuvent être influencés par la fiscalité.

SUMAN BERY — I am a non-resident fellow of Bruegel and live in New Delhi, India. Part of what I am going to talk about is from the perspective of an emerging market and I will address the issue of the environment and climate change in that context.

This whole conference is about trust. Fiscal power is at the heart of sovereignty, particularly in a democracy. We know how much disagreement there has been within the EU about the sharing of fiscal power and understandably so. Fiscal power arises from political power. The economics field of public finance is an attempt by economists to come up with some rules of the game, rules of the road, as Stephanie has said, to make sure that in the exercise of this political power the government minimizes the economic distortions caused by its actions.

To repeat, the theme of this *Rencontre* is the loss of trust and so, today, I think we need to ask ourselves who has more trust, politicians or economists. I think there is unease out there that many of the reforms that economists had proposed, such as reduction of capital gains tax, the reduction of marginal rates, of income tax, etc., have contributed to some of the increased inequality we are now reacting against. As economists we will make normative proposals based on theory but it is always the prerogative of the political authorities to accept or reject those suggestions.

I particularly want to address the issue that Stephanie raised, about taxes that are designed to deal with internalities and externalities and to indicate how different the attitudes are across the world. As you know, ever since President Reagan Republican Administrations in the US are committed to the philosophy that low tax rates stimulate growth and entrepreneurship. In Europe there is a much greater commitment to the notion of social protection and the whole mindset on taxation is affected by that. Which internalities and which externalities justify action has to be expressed through the political system. Whether we are talking about soda taxes, smoking, alcohol or other "social bads" we must look behind the imposition of the tax to what it is that created the social consensus that the political authorities must use their fiscal powers to act.

A few words on how this affects the debate in India on climate change and carbon pricing. India is one of the countries that is already affected by climate change, but whose total carbon emissions will continue to rise, even if it becomes more energy efficient. When you are dealing with a country with low fiscal and administrative capacity and substantial poverty, carbon taxes, or various systems of carbon pricing, will have their impact essentially through indirect taxation. Designing well-targeted systems of compensation, where there may not be mechanisms for compensation, those complexities need to be taken into account. I say this finally only because there is a belief that one size fits all. I think that the latest research coming out suggests that while it may be very attractive to try to impose a common taxation regime

around the world, I do think that the political realities will need to be taken into account.

MARIE VISOT — Philippe Vidal, vous êtes directeur général adjoint du CIC, quelle est la position du banquier sur cette question ?

PHILIPPE VIDAL — Je vais essayer d'apporter un éclairage sur l'angle de l'épargne qu'il nous faut orienter vers l'économie productive. Comment les pouvoirs publics et les banques essayent-ils de s'organiser à ce sujet ?

En ce qui concerne l'orientation de l'épargne vers l'économie productive, l'État, comme les banques, essaie régulièrement de naviguer entre deux approches très différentes. Celle d'avoir de l'épargne orientée vers les actions, l'épargne longue, l'épargne un peu risquée, celle qui financera l'emploi de demain et dont on a besoin. Et puis l'épargne qui intéresse le plus les Français, l'épargne plus sécurisée, plus sûre qui n'est pas une mauvaise épargne, puisqu'elle stabilise le système financier.

La fiscalité joue un rôle important et plus de 80 % des Français ont une épargne dite réglementée. L'État fixe et donne également une incitation fiscale tout à fait significative, comme en 2012, lorsque l'État a décidé de doubler le plafond du livret A. Je ne sais pas si c'était une mesure significative pour l'économie, mais ce fut une mesure appréciée par les Français et les encours ont augmenté. L'impact de la fiscalité est très important pour ce type d'épargne. Par exemple, Le plan épargne-logement avait une fiscalité qui lui permettait de progresser à un rythme très élevé et début 2006, l'État a décidé d'augmenter la fiscalité sur les plans d'épargne les plus anciens. En une année, l'encours a baissé de 10 % et deux ans plus tard, la part que représentait ce produit dans l'épargne globale des Français avait diminué de 30 %. Avec 1 700 milliards, l'assurance-vie est un élément très important de l'épargne, elle représente à ce jour la plus importante part de l'épargne et c'est une épargne relativement stable.

Concernant l'épargne plus risquée qui est moins populaire, la fiscalité n'a pas toujours réussi à inciter les Français à s'y intéresser. Notamment le plan d'épargne en actions pour les PME (le PEA PME) pour lesquels L'État avait espéré un résultat de 2 milliards en un an, mais qui n'a levé que 400 millions, c'est-à-dire très peu. En revanche le succès est plus net concernant l'épargne vers le capital-risque qui bénéficie d'une niche fiscale depuis longtemps, et pour laquelle il y a quasiment zéro fiscalité, si on laisse les capitaux réinvestis. Cela s'appelle le statut de société de capital-risque et c'est très utile pour financer l'économie.

Si on veut que l'épargne s'investisse dans le long terme, il faut qu'il y ait une relative stabilité des règles du jeu. Les investisseurs ont besoin d'avoir confiance, et la confiance ne se décrète pas elle se gagne si les règles du jeu et ceux qui les fixent sont stables et dignes de cette confiance. De ce point de vue, l'alternance gouvernementale est entre autres, un facteur d'inquiétude.

Concernant la transition énergétique avec récemment la taxe carbone et les gilets jaunes ou encore l'écotaxe et les bonnets rouges qui ont coûté un milliard à l'État, se pose la question de l'approche constructive pour l'État puisque tout le monde est d'accord sur l'existence d'un problème de climat et tout le monde pense que le pollueur doit être le payeur. Les députés ont voté l'écotaxe en 2012 et puis tout s'est arrêté. Pour les banques quelle peut être la réponse ? Pour une banque et pour le CIC en particulier, lorsqu'une préoccupation concerne autant nos concitoyens, notre réponse est de faire nous-mêmes et de différentes manières.

Première réponse concernant l'épargne, il existe les fonds ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance). La deuxième réponse est de faire nous-mêmes des efforts sur notre propre fonctionnement, ainsi que sur les offres de produits et de services sur la mobilité. La troisième réponse se trouve au travers des financements que nous proposons maintenant et, ce de manière beaucoup plus déterminée : les taux sont un peu plus bas pour l'économie verte et les financements liés à la transition énergétique. À l'inverse nous supprimons des financements très pollueurs, comme par exemple pour les centrales à charbon.

MARIE VISOT — Nouriel Roubini, vous êtes Professeur à l'Université de New York, le grand public vous connaît, parce qu'en 2006, vous aviez annoncé la crise de 2008. Aujourd'hui, vous semblez plus ou moins annoncer une prochaine crise pour 2020.

NOURIEL ROUBINI — Thank you very much for having me here. It is a pleasure to be back at this great event. There is a saying in the United States that two things are certain in life: death and taxes and that you cannot avoid them. We also know that there is currently a significant populist backlash both against globalization, trading goods, services, movement of capital, labor, migration, but also a backlash against technology and big tech firms. I think part of the reason for this backlash against globalization and even big tech, is that because of the globalization and capital mobility and the role of big tech firms, some factors of production, especially capital and internationally mobile capital of tech companies are not subject to taxation. Therefore, the dictum that you cannot avoid taxes and death is not true, at least for a subset of goods and services, etc., in the world.

First of all, what do we mean by globalization? We mean more trade in goods, services, capital, international mobility in labor, but also technology and data. However, I emphasize today the role of international capital mobility, of course, given the restrictions on migration of labor, those restrictions imply that capital is more mobile than labor.

Second, what do we mean by digitalization and the role of these big tech companies in the world? There are several points. One, where value created becomes more ambiguous. Second, these firms are using and having more intangible assets and capital rather than tangible ones, for example intellectual property and things of that sort. Third, by definition digitalization is associated with globalization because all these big tech firms are multinational enterprises. Essentially because of that, phenomena like tax avoidance and profit shifting or taking advantage of international tax competition arbitrage are becoming much more frequent in technology and digitalized firms. That is why we have recently seen this backlash against the big tech firms.

Let me talk now specifically about the role of capital mobility. Of course, there is less mobility of labor, though if you are a highly-skilled worker or a high net worth individual you are also mobile, but that is a subset of that labor supply. What we have in the system of taxation of corporate income taxes first of all is this phenomenon of tax avoidance, essentially done by exploiting international differences in tax rates, varieties of profit shifting or base erosion coming from, for example, transfer pricing. Secondly, we have this phenomenon of international tax competition across countries as a way of attracting foreign direct investment, that people refer to as the race to the bottom. That is why 20 years ago the OECD started the BEPS, the Base Erosion and Profit Sharing initiative to try to reduce tax avoidance and this international tax competition, which is actually negative.

Those are the kinds of things we have to start to think about but let me talk about what would be an optimal and desirable tax system and why it is not happening right now. For example, if you take the OECD principles for optimal taxation of capital, they argue that profits should be taxed, one where economic activity takes place and two, where value is being created. If you think about globalization, first of all it makes where economic activity takes place and value is created mobile internationally, just because capital is mobile through international capital mobility. While of course, digitalization makes where value is created much more ambiguous and unclear, because there is less need for a physical presence to do business. You can be Facebook and Google based in the US and do business in 200 countries in the world and you do not have to be physically present in Tanzania or Chile. Secondly, these firms that digitalize have a lot of intangible assets and that implies as a result that you have more tax avoidance, tax competition and profit shifting.

Let me talk in more detail about tax avoidance and international tax competition. First of all, the scope for profit shifting, this tax avoidance, increases with a greater importance some firms have by having a tech heavy business models and intangible business model and assets. Why, first of all it is very hard to assess the market

value of intangible assets like intellectual property or brands, for example. Therefore, there is more scope for profit shifting by these multinational organizations and enterprises, especially in the tech sector and it is even harder to enforce the rules the OECD and others have tried to impose about transfer pricing schemes when you have intangible assets and it is much harder to define where those assets are. Those transfer pricing schemes are then a way of profit shifting, which make it hard to enforce the rules.

Let me conclude by making the following point. A lot of work has been done today in the OECD through this BEPS initiative to try to have greater coordination, but I think this is just the beginning of that work. I think that much more work has to be done first of all to try to reduce the deleterious international tax competition, this race to the bottom. Secondly, much more work has to be done to tax these tech firms properly. There are optimal designs of tax schemes that should occur, but that is harder to do. That is why in practice, for example, some countries are now introducing these digital service taxes that say that regardless of what you claim your profits in the country are going to be, we are going to tax a fraction of the revenue you get from operating by providing digital services in our country, regardless of whether the profits are recorded there or not. That is the direction we are going, which may be sub-optimal, but unless we can find a way to properly tax mobile capital in tax firms in particular, the backlash against globalization and big tech will become more severe over time. This is therefore a very important topic to address.

MARIE VISOT — Suman Bery, est-ce que cela vous fait réagir ? Est-ce que cela renforce votre réflexion ?

SUMAN BERY — Actually, what I was noting down that while Nouriel Roubini was talking about corporate taxation, there has been a great deal of agitation in my country, India, about fugitive economic offenders and that is a dimension of the global tax system that has not come up until now. There is a belief, rightly or wrongly, that while the rich countries lecture the poor countries

on the need to contain corruption, which is very important, they are more reluctant to take action against the fugitive offenders, the people who have benefitted from that corruption and then choose to use the financial systems of the rich countries to keep their assets safe from repatriation. However, at the most recent G20 Summit in Osaka, the Prime Minister of India, Mr Modi, attempted to get that sort of language in there to indicate that not only is it important to go after tax avoidance by digital corporations, but also to aim for restitution of ill-gotten gains.

LA PAROLE AUX 18-28 — Nous avons réfléchi ensemble et nous avons pensé à ces mots de Jean-Jacques Rousseau : « La justice est une gigantesque toile d'araignée qui attrape la petite mouche et laisse passer les guêpes et les frelons. » Actuellement, ces mots peuvent illustrer le sentiment de beaucoup de Français concernant la justice fiscale. Est-ce qu'une véritable justice en matière de fiscalité est envisageable dans notre pays et quelle forme devrait-elle prendre ?

PHILIPPE VIDAL — C'est le sujet de l'acceptabilité de la fiscalité, au sens de l'équité, au sens du partage, du collectif. Que devons nous faire pour que les entrepreneurs et les investisseurs viennent chez nous, créent des emplois, soient contents de venir et aient cette confiance dans la durée ? Si vous changez la fiscalité tous les matins, à chaque alternance politique vous créez toujours un trouble.

Ce trouble, nous l'avons d'ailleurs déjà connu. On se souvient tous du bouclier fiscal mis en place par Nicolas Sarkozy en 2012 dont l'objectif était de faire revenir des contribuables français qui avaient fui à cause de l'ISF. Aucun n'est revenu, et ce parce qu'ils se demandaient si cette décision allait être durable ou pas. Ils ont eu raison, puisque l'alternance politique est arrivée au pouvoir et cinq ans plus tard, l'ISF retrouvait son format initial. Cette incapacité de la France à être suffisamment stable et solidaire est un vrai problème. Je n'ai pas la solution, mais c'est certainement grâce au débat, au partage, à une meilleure compréhension économique

sur ce qu'est notre pays et sur la direction à prendre concernant la redistribution.

PASCAL CAGNI — Aujourd'hui, il existe un système de gouvernance qu'on appelle la Haute Autorité de la Transparence de la Vie publique, mais également TRACFIN, ou Internet qui ont défini clairement la liste de pays considérés comme des paradis fiscaux. Après 2008, a également eu lieu le grand débat qui a ému toute la communauté internationale, et qui a obtenu que même la Suisse soit mise sous une forte pression de transparence ; les risques de laisser passer les frelons pour n'attraper que les petites mouches qu'évoquent Rousseau, sont nettement réduits.

Aujourd'hui la réflexion est plutôt de trouver comment réussir à laisser l'initiative à des entrepreneurs, puisque maintenant 60 % des 18-25 ans veulent devenir entrepreneurs. Ils n'étaient que 10 % à 13 % il y a dix ans. Nous savons que l'acte d'entreprendre est le seul acte qui crée de la richesse qu'on peut partager. Nous sommes à un moment rare de notre histoire que j'ai attendu vingt ans en regardant la Silicon Valley, un moment où la France a le taux de création le plus fort d'Europe, un taux de baisse ou de destruction des sites industriels qui est le plus faible de notre histoire. On est vraiment à un moment rare de notre histoire. Et plutôt que de se focaliser sur les propos classiques et populistes : « Les gros ne paient pas d'impôt et nous les petits, nous payons des impôts. », il serait préférable de reconnaître que la France a trouvé une forme d'équilibre. Aujourd'hui, si nous voulons favoriser l'entreprenariat, nous avons le système qui permet de le faire. Nous pouvons faire venir des talents sur le territoire national et nous y parvenons. Généralement, nous utilisons la fiscalité pour de bonnes raisons, notamment pour la R&D dont nous savons qu'elle sédentarise sur le territoire national les emplois sur des longues durées en y mettant de la valeur ajoutée.

Les 28 000 entreprises étrangères présentes sur le territoire national sont aujourd'hui créatrices de 10 % des emplois français, de 20 % de l'effort de recherche nationale et de 30 % des exportations quand on sait que les exportations sont en déficit pour plus de soixante-dix milliards.

Il est donc préférable de reconnaître tout ce qui fonctionne et regarder un peu plus le verre à moitié plein plutôt que le verre à moitié vide.

PHILIPPE VIDAL — La transparence sur la planète finances est très large et s'appelle l'échange automatique d'informations. Si vous ouvrez un compte en Suisse ou ailleurs, le fisc français connaît les avoirs, les revenus que vous y avez. Au moins 150 pays ont signé un accord d'échange automatique d'informations dans le monde. C'est un mouvement qui existe depuis peu, mais qui est aujourd'hui parfaitement opérationnel. La toile d'araignée attrape donc beaucoup de monde.

MARIE VISOT — Nouriel Roubini, nous avons donné un éclairage très français de la situation, mais dans laquelle peut aussi se reconnaître le reste du monde. Pouvez-vous nous donner un éclairage un peu international de ce sentiment d'injustice, d'iniquité fiscale qui est en train de gagner du terrain bien au-delà de nos frontières ?

NOURIEL ROUBINI — As I pointed out there is this populist backlash against globalization and even against technology, because globalization whether trade in goods and services, labor or capital migration, leads to winners and losers, and some people are left behind. It is the same thing with technology, because it is increasingly capital intensive, skill buyers and labor saving. If you own physical international capital you do well if you are in the top 20% distribution of skills and human capital you do well with technology, but everybody else, white collar or blue collar, low value-added, middle added-value, is left behind. We have this paradox that inequality is actually rising because of globalization and technological innovation, but at the same time technological innovation and globalization imply that there are two types of factors for production that are highly mobile. One is capital and therefore the ability then to tax capital and to have at least ex-post redistribution of income and the rise in inequality is limited.

However, increasingly there is one factor of labor that is highly mobile. Typically, low-skilled labor is not highly mobile, but if you are a high net worth individual and if you are highly skilled you can just change jurisdictions and there are now countries, even like Italy, that are trying to attract those high net worth individuals. Usually, most of the income of those high net individuals does not come from labor, but from capital, because they own those big tech or financial firms or real capital. Essentially, we live in a world in which inequality is rising because of globalization and technological innovation, while the ability to actually impose the redistribution of income by progressive taxation is limited.

Of course, in the case of France there are extremes, because there are some countries in which the taxation of capital was excessive in order to attract domestic and foreign investment you want to reduce it, but then there is an issue of whether or not that is fair. That is why there has been a bit of a backlash against it because on one side you want to encourage more capital investment and FDI, but then the fairness issue becomes serious. Of course, the first best policy would be to be able to attract and make the right investments and find progressive forms of taxation that create less distortion and then make sure that you have a redistribution of income and provide public services of one sort of another, so that there is not a backlash. If you take the *gilets jaunes*, the way I understand it, people in the rural areas use cars a lot compared to people in the cities and when you increase tax on diesel, etc., for environmental reasons there was a revolt against them in the rural areas. However, there is a solution that combines the need for carbon taxes with the need for fairness. You impose that carbon or environmental tax, but then provide a rebate to low income individuals or who use the car more because they are in rural areas, so that there is no loss of income. If you think creatively, there are actually ways you can do the right things like taxing externalities that are negative, like those coming from the environment and make sure that the system is also progressive as opposed to being regressive from an economic and taxation point of view. You do have to be creative about it.

QUESTION DU PUBLIC — Nous vivons dans l'un des pays les plus redistributifs en termes de taxation et pourtant, les gens ont toujours le sentiment que le système est injuste. Est-ce que vous pourriez donner votre opinion ?

STEFANIE STANTCHEVA — Chaque impôt est en gros le résultat d'une équation d'optimisation. À droite de l'équation, il y a tous les coûts de l'impôt, les coûts en termes d'activité perdue, par exemple moins de travail, moins d'activité économique. À gauche, il y a les bénéfices qu'apporte cet impôt : lever des fonds ou redistribuer des revenus. Les économistes ne peuvent pas dire grand-chose de ce qui est à gauche. Ils peuvent dire quelle est la distribution de revenus, qui détient quel type d'actifs, quels types de revenus, ils peuvent quantifier les coûts, dire quels seront les coûts pour chaque type d'activité perdue… Plus les données sont précises, mieux nous pouvons les quantifier. Ce que l'économie ne peut pas décider car c'est une question sociale, c'est la répartition du poids de la fiscalité sur les différentes personnes dans la société ni la capacité d'une société à tolérer les inégalités ou les égalités. À coût égal, les différents pays vont donner des réponses très différentes sur la manière dont est perçue l'égalité ou l'inégalité.

Une partie de mon travail est d'enquêter largement et précisément auprès des citoyens sans idéalisme ni romantisme, pour faire des résultats de ces enquêtes des outils de recherche. Ces enquêtes permettent de cerner les éléments intangibles que sont les perceptions des gens, sur la justice, sur certaines conditions et contraintes économiques qui définissent l'objectif social qu'ils voudraient maximiser et que le monde politique doit agréger pour maximiser sa politique fiscale. On y trouve des considérations beaucoup plus complexes que ce qu'on pense. En effet, nous avons pu constater que les citoyens, nous tous, ne se soucient pas seulement d'avoir un système égalitaire. Ils ne regardent pas uniquement la distribution des revenus, ils se soucient également de leur provenance. Par exemple, nous sommes beaucoup plus prêts à tolérer une inégalité de revenus, si nous pensons qu'il y a au départ une égalité des chances. Si le

processus pour arriver à cette distribution de revenus était jugé plus juste, si tout le monde partait de la même situation, avait les mêmes opportunités, nous serions beaucoup plus à même de tolérer l'inégalité, que si nous pensons que les chances de chaque individu ne sont pas égales au départ.

En Europe, les gens sont plus pessimistes sur la mobilité qu'aux États-Unis, par exemple. Aux États-Unis, les gens croient encore au « rêve américain », qui n'est d'ailleurs peut-être plus qu'un rêve aujourd'hui, ils croient à cette chance de s'en sortir, ils sont donc moins demandeurs en termes de redistribution parce qu'ils pensent que tout le monde a des chances égales, ce qui n'est pas le cas en Europe. Cela ne correspond pas toujours à la réalité non plus, mais cette perception est très importante.

QUESTION DU PUBLIC — Je m'interroge toujours sur la comparaison internationale entre les différents taux de taxation. Les entreprises, les multinationales ont devant elles presque 200 pays avec des systèmes de taxation différents. Elles font un peu leur marché, et l'aspect fiscal fait partie des éléments de réflexion. La France essaie de réduire le taux d'imposition apparent à 25 %, apparent seulement car le taux réel n'est pas celui-là, les États-Unis décident tout à coup de réduire encore plus, etc. Sommes-nous en train de nous diriger vers une taxation zéro des entreprises ?

PASCAL CAGNI — Je serais évidemment très heureux de ce taux zéro, mon travail en serait très facilité. Je crois que l'impact des critères en jeu pour l'installation dans un pays a été mesuré plusieurs fois, et celui des taxes arrive en dixième position. Les premiers critères sont toujours ceux du capital humain existant, parce que nous sommes dans une économie de la connaissance. La quête la plus importante pour une entreprise est de trouver les opérateurs, ceux qui vont créer de la valeur ajoutée ou les produits. Ensuite, un autre critère extrêmement important est ce que nous avons tous bâti, à savoir des infrastructures de qualité reconnues dans le monde, un service autoroutier fort, des infrastructures portuaires extrêmement importantes, la possibilité d'avoir le haut

débit sur la plupart du territoire. La pérennité du système fiscal devient aussi très importante mais elle ne vient qu'ensuite.

Finalement les critères de choix restent les fondamentaux : les hommes et les femmes, les infrastructures, la cohérence de la politique gouvernementale et non les taxes.

Pour conclure, j'aimerais citer l'exemple de Symphony[2], une société Californienne qui fait concurrence à Bloomberg, et qui est gérée par un Français. Elle a demandé à Ernst & Young une étude comparative de 19 pays dont la conclusion est que pour installer 30 ingénieurs aujourd'hui, plus de 100 demain à Sophia Antipolis, cela lui coûterait de 100 000 euros à 150 000 euros. Si elle prenait tous les paramètres en compte, y compris le taux de rotation, c'est-à-dire le taux de démissions, beaucoup plus faible en France malgré les coûts, la France était parmi les 19 pays du panel le mieux placé pour y arriver et être bénéficiaire. Aujourd'hui, il faut que nous ayons conscience de cela en jouant avec ces différents indicateurs. Nous avons d'énormes actifs en main et il faut le faire savoir.

MARIE VISOT — Je laisse à chacun conclure rapidement sur ce sujet passionnant qu'est la fiscalité.

STEFANIE STANTCHEVA — Les impôts sont un sujet passionnant et très complexe. Il ne faut pas oublier que leur appréciation dépend pour une part des jugements sociaux et des valeurs sociales qu'on a envie de mettre en œuvre. Les économistes ne peuvent pas dire quel objectif social doit être prioritaire, ils peuvent simplement indiquer la meilleure maximisation pour atteindre cet objectif.

SUMAN BERY — For me, it is really the question of whether the society is more worried about opportunity or outcome. I think that is the tension we have heard through the debate.

---

2. Symphony est une des licornes de la silicon Valley dont le chiffre d'affaire avoisine le milliard d'euros. Son directeur, David Gurlé, a choisi d'implanter son nouveau centre de recherche – une centaine de chercheurs – à Sophia-Antipolis.

NOURIEL ROUBINI — I would say that when there is an excessive rise in inequality for whatever reason, there is usually a backlash that then leads to populism if not eventually civil war or revolution. Of course, taxation is only one factor, but thinking also about how one can have a tax system that on one side stimulates greater growth but is also fairer and more progressive so as to meet the biggest challenge we are facing in our time.

PASCAL CAGNI — Aujourd'hui, la vraie bataille va se livrer entre un capitalisme d'État chinois et les États-Unis et j'aimerais qu'on mette un peu plus de fiscalité à l'ordre du jour de l'Europe. Pourquoi y a-t-il aujourd'hui un taux de succession de 4 % en Italie, alors qu'il est de 45 % au maximum en France ? Pourquoi la défiscalisation standard sur le taux d'imposition des grandes sociétés s'étale-t-elle de 33 % à 10 % ? Ce sont des questions qu'il faut vraiment régler pour bâtir cette Europe à venir que tous nos 18-25 ans appellent de leurs vœux.

PHILIPPE VIDAL — La stabilité est certainement un facteur important mais on sait que la fiscalité n'est pas non plus un élément complètement déterminant. Il existe d'autres façons de gagner l'adhésion de nos concitoyens sur une politique partagée où la fiscalité a son rôle, mais un rôle limité qui ne doit pas être déterminant à 100 %.

FAUT-IL S'ENDETTER POUR S'ENRICHIR ?

3

COORDINATION **Catherine Lubochinsky** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Bruno Angles** *(Crédit Suisse)*
Henrik Enderlein *(Hertie School of Governance)*
Cheikh Kanté *(Ministre en charge du Plan Sénégal Emergent, Sénégal)*
Odile Renaud-Basso *(Directrice du Trésor)*

MODÉRATION **Marc Landré** *(Le Figaro)*

CATHERINE LUBOCHINSKY — Faut-il s'endetter pour s'enrichir ? Si on pose la question aux Français, la réponse immédiate sera : oui, bien sûr ! Or ce n'est pas si simple. Pour un ménage en situation de surendettement, cela pourrait même être considéré comme une provocation car plus de 80 % des ménages français surendettés ont un patrimoine brut inférieur à 2 000 euros. Certaines entreprises, certains États sont également victimes de surendettement, d'où la récurrence de crises financières. Les conséquences en termes de destruction de richesse sont souvent loin d'être négligeables. L'OCDE estime que pour les 19 pays dont les banques ont été affectées par la crise de 2008, dix ans plus tard, la perte médiane cumulée de PIB par habitant était de 6 %. En Grèce, la perte de PIB entre 2009 et 2013 a été de 30 %, presque un tiers de son PIB ; en Argentine, en l'espace de trois ans, entre 1999 et 2002, c'était moins 20 %. Première constatation : l'excès de dettes n'enrichit pas toujours. Le pire, c'est qu'en plus, ces crises de dettes sont souvent suivies d'un accroissement très important des dettes publiques. Les crises de dettes entraînent des accroisse-

ments des dettes publiques, comme avec la crise de 2008, où la plupart des pays, surtout ceux qui ont fait des politiques économiques contracycliques, ont vu leur dette publique augmenter.

En revanche, sans endettement, il est difficile de s'enrichir, ce qui explique que les prêts apparaissent dès les premières sociétés agraires. Nous en avons retrouvé la trace dans le Code de Hammurabi[1], 1750 avant J.-C., qui non seulement réglemente les taux d'intérêt portant sur les prêts en grains et en argent métal, mais prévoit également des cas de force majeure comme l'orage, permettant la suspension des remboursements, le non-paiement des intérêts, voire l'effacement des tablettes. L'histoire est jalonnée d'effacement de tablettes, surtout les tablettes des pouvoirs publics… En étudiant un peu l'histoire très longue, on voit qu'il n'y a jamais eu de remboursement réel de la dette publique. Les méthodes ont été plus ou moins brutales au cours du temps, mais la dette publique n'est jamais remboursée.

En desserrant la contrainte budgétaire, la dette permet en théorie d'investir, donc de contribuer à la croissance et à la création de richesse. En théorie, parce que finalement, tout dépend de l'affectation des ressources. D'où la question clé : à quelles conditions l'endettement est-il économiquement efficace ? Cette question est d'autant plus d'actualité, que nous sommes dans un environnement de taux extrêmement bas et qu'il y a donc de fortes incitations à s'endetter. De plus, avec des taux quasiment nuls, la rentabilité financière apparente et à court terme des projets est facilement positive. Le risque réel est d'avoir une mauvaise allocation de l'épargne comme nous l'avons vu en Espagne, avant la crise, avec les excès dans la construction et l'immobilier au détriment d'investissements permettant d'accroître la productivité de long terme. On peut également s'interroger sur les grandes entreprises américaines, en particulier les grandes entreprises cotées qui empruntent sur le marché obligataire afin de racheter leurs propres

1. Le Code d'Hammurabi est un texte juridique babylonien daté d'environ 1750 av. J.-C., à ce jour le plus complet des codes de lois connus de la Mésopotamie antique. C'est un des trésors du Musée du Louvre.

actions et d'augmenter la distribution de dividendes, ce qui était formellement interdit au XIXe siècle. Certes il y a bien enrichissement mais à court terme et essentiellement enrichissement des actionnaires. Nous voyons bien qu'il y a un problème, parce que le marché actions, aussi bien en France qu'aux États-Unis ne finance plus l'économie. Les émissions brutes moins les rachats d'actions donnent un chiffre négatif. Nous comprenons donc pourquoi la finance n'inspire plus vraiment confiance aux individus.

Les autres emprunteurs de taille sont bien sûr les États. La problématique est légèrement différente, puisqu'ils ont un horizon temporel infini et n'ont pas vraiment de préoccupation de rentabilité financière à court terme. À priori donc, tant qu'il y aura des prêteurs, il n'y aura aucune limite à l'endettement, sauf que, de temps en temps, les marchés financiers étant cyclothymiques, ils passent de l'excès de confiance, comme en attestent les anciennes primes de risque avant la crise en zone euro, à des excès de défiance qui vont rappeler à l'ordre certains États. Autre exemple saisissant : quand l'information sur la falsification des comptes publics Grecs a été révélée, les marchés financiers ont violemment réagi contre la dette publique grecque.

D'autre part, il ne faut pas croire que la dette publique soit automatiquement léguée aux générations futures qui devront payer plus d'impôts. Ce raisonnement n'est pas bon, parce que si les dépenses sont affectées à l'investissement productif et aux investissements d'avenir (éducation, infrastructures, climat, etc.), ce sont bien les générations futures qui en bénéficieront. La défiance actuelle à laquelle nous assistons est une défiance envers l'efficacité des dépenses publiques, elle-même très liée à la défiance plus globale envers les politiques économiques occidentales qui ont conduit à la crise financière.

S'agissant des pays émergents, comme l'Afrique ou l'Asie, nous constatons que les pays destinataires des travaux des Routes de la soie commencent à remettre en question l'utilité de ces travaux compte tenu du poids croissant de la dette qu'ils génèrent. Je ne donnerai qu'un seul chiffre : pour Djibouti, le financement des projets d'investissement chinois représente l'équivalent de 75 % de

son PIB. Si ces projets s'inscrivent dans une stratégie bien pensée de développement international de la Chine, il n'est pas sûr que ces projets correspondent aux priorités domestiques de ces pays émergents.

Pour conclure, la dette, oui, mais à condition qu'elle finance des projets socialement économiques et efficaces pour la croissance à long terme et à condition de ne pas perdre de vue les enjeux de soutenabilité à long terme de la dette à la fois publique et privée, en particulier en cas de remontée des taux, enjeux d'autant plus importants en cas de dépendance extérieure.

MARC LANDRÉ — Odile Renaud-Basso, vous êtes Directrice du Trésor depuis trois ans. Vous avez fait l'ENA. Vous avez commencé à la Cour des comptes, vous avez passé dix ans au Trésor, avant de rejoindre Bruxelles. Vous avez été entre autres Secrétaire générale du Comité Ecofin, puis Chef de cabinet adjoint du président du Conseil européen Herman Van Rompuy. Vous avez ensuite été numéro deux du cabinet de Jean-Marc Ayrault à Matignon, numéro deux de la CDC et sur un plan un peu plus personnel, – chacun va y avoir droit, – vous avez quatre enfants et votre spécialité est le poulet aux olives. Sur la capacité des États à s'endetter, qu'avez-vous à répondre ?

ODILE RENAUD-BASSO — Je voudrais faire trois constats. Le premier est que nous sommes dans un monde où la dette, en particulier la dette publique a beaucoup augmenté depuis 2007. Pour les pays développés, la dette représentait 71 % du PIB en moyenne en 2007, aujourd'hui elle en représente 103 %. La zone euro est en dessous de la moyenne, avec 85 % du PIB, mais avec de grandes disparités entre pays. Concernant les pays émergents, la dette est passée de 36 % à 51 %. Tout cela est possible grâce à une politique monétaire très accommodante, des taux d'intérêt très bas qui rendent le service de la dette absorbable par les budgets.

Le deuxième constat est qu'il n'y a pas de règle absolue, pas de chiffre magique en matière de niveau de dette soutenable.

Aujourd'hui, on ne sait pas quel niveau de dette est soutenable ou non. Cela va dépendre d'un grand nombre de facteurs, d'une analyse approfondie et même avec tous ces éléments d'analyse, il y a toujours débat. Nous l'avons vu au sujet de la dette grecque, etc. Les facteurs sont la croissance potentielle, la démographie, le mode de financement de la dette, si ce sont plutôt des financements étrangers ou de l'épargne nationale, le niveau des taux d'intérêt et, *in fine*, la confiance des marchés. Ce dernier élément est très important parce qu'aujourd'hui, s'il est plutôt facile de dire qu'on peut s'endetter car les marchés ont confiance, les taux d'intérêt sont très bas, la situation peut se retourner et à ce moment-là, les fragilités apparaîtront de façon beaucoup plus importante.

Le troisième constat est que l'impact de l'endettement n'est pas le même selon la nature des dépenses. Il est de bon sens de dire que si on s'endette pour investir, avec des taux de rendement de l'investissement supérieurs aux taux d'intérêt, c'est à priori bénéfique pour la croissance, pour la croissance potentielle, etc. En revanche, si on s'endette pour financer des dépenses courantes, on vit d'une certaine façon à crédit, sans construire des recettes futures, ce qui serait moins positif. Mais qu'est-ce que l'investissement ? Pour les infrastructures, nous savons mesurer la rentabilité socio-économique des investissements, mais pas pour l'investissement dans l'éducation, le capital humain, pourtant aussi fondamentaux pour la croissance potentielle. Aujourd'hui, nous pensons que les investissements les plus rentables sont les investissements dans l'éducation. C'est du long terme, donc plus difficile à quantifier. De la même façon, avoir une population en bonne santé est aussi un investissement, les dépenses de Sécurité sociale pourraient être vues comme un investissement. Mais il n'y a pas de règle magique pour identifier l'investissement physique, mesurable qui serait bon pour la croissance et l'investissement humain qui n'aurait pas le même effet. Par ailleurs, il existe des situations où financer avec la dette du déficit budgétaire courant est justifié, notamment quand un pays fait face à un choc majeur, à une récession. Il faut alors laisser le déficit public filer, la dette augmenter afin de laisser agir les

stabilisateurs automatiques, les mécanismes sociaux, l'assurance chômage, etc. car l'endettement devient alors un outil nécessaire pour stabiliser la situation économique.

En matière politique publique, mesurer la rentabilité de l'investissement n'est donc pas simple, d'autant moins pour des investissements qui sont nécessaires car ils génèrent des biens publics mais n'ont pas de rentabilité économique à court terme. Ce sont par exemple les investissements dans le domaine de la qualité de l'air, avec effets très peu mesurables et plutôt indirects sur la croissance. C'est parce qu'on n'arrive pas à quantifier et qualifier tous ces investissements qu'en Europe, on n'a jamais pu dépasser le débat : existe-t-il des dépenses d'investissement, qu'il faudrait sortir du solde budgétaire ? Faudrait-il sortir des dépenses d'investissement les 3 % de la règle budgétaire du déficit nominal européen maximum ? De ces questions en découlent d'autres : est-ce que ce sont les dépenses de défense, qu'il faut sortir ? Les dépenses de recherche, d'éducation, d'infrastructures ?

Voilà pour les enjeux concernant la politique publique qui se posent pour les pays développés, et un peu différemment pour les pays en développement. En effet, il me semble que le besoin d'investissement est tel que la nécessité de s'endetter pour faire de l'investissement est une évidence largement partagée.

MARC LANDRÉ — Henrik Enderlein, vous êtes professeur d'économie politique à la Hertie School of Governance. Vous êtes aussi Directeur de l'Institut Jacques Delors à Berlin. Vous êtes spécialiste d'élaboration de politique économique en Europe, d'euros, de budget de l'Union européenne, de crise financière. Vous êtes diplômé de Sciences Po Paris et de Columbia, New York. Vous avez été économiste à la BCE à Francfort et professeur invité à la Harvard Kennedy School. À titre personnel, vous vous êtes marié à Aix-en-Provence et c'est chaque fois un plaisir pour vous de venir aux Rencontres Économiques.

On peut donc s'endetter pour de bonnes ou de mauvaises raisons. Pour vous qui représentez l'Allemagne, il n'y a que des mauvaises raisons de s'endetter ?

HENRIK ENDERLEIN — Tout d'abord, je ne « représente » pas l'Allemagne. Même si on caricature souvent la pensée allemande sur la dette, il y a certainement plusieurs dimensions dans le débat outre-Rhin.

Vous allez souvent lire que le mot « dette », *Schulden* en allemand a la même origine étymologique que le mot *Schuld* qui signifie culpabilité et cela expliquerait que culturellement les Allemands ne sont pas capables de raisonner en termes de dette. C'est évidemment beaucoup trop superficiel. L'Allemagne comprend très bien qu'il y a des raisons pour s'endetter.

Ce qu'il faut comprendre dans un premier temps, c'est pourquoi l'Allemagne est réticente à s'endetter, j'invoquerai des raisons démographiques et culturelles et je parlerai aussi de l'Europe. Dans un deuxième temps je vais tout de même argumenter que le débat sur la dette est devenu excessif en Allemagne et qu'il faut songer à s'endetter plus, mais avec de la « bonne dette » à savoir l'investissement.

Tout d'abord : pourquoi cette réticence à la dette en Allemagne ? Une des raisons est démographique : dans cinquante ans environ, l'Allemagne aura perdu 20 % de sa force de travail. Dans une économie qui perd 20 % de sa force de travail, s'il n'y a pas d'augmentation de la productivité ou d'autres productivités pour augmenter le PIB, il se réduit proportionnellement. Si le PIB se réduit ou ne croît plus, le taux de la dette augmente. Ce débat est très présent en Allemagne aujourd'hui. Nous savons très bien qu'avec le vieillissement de la population, l'endettement pour les générations futures devient un problème encore plus grave que dans d'autres pays.

La deuxième raison est d'origine historique et culturelle. Elle est liée aux exportations allemandes, à l'inflation et à la compétitivité. L'Allemagne est un pays exportateur qui a toujours essayé de préconiser la stabilité de la monnaie par rapport à la dévaluation. Cette monnaie forte a poussé les entreprises allemandes à être compétitives sur la qualité des produits. L'inflation qui provient d'un endettement très agressif est quelque chose que la politique économique allemande n'a jamais souhaité avoir.

La troisième raison est européenne. Quand l'Union économique et monétaire a été créée, le débat a beaucoup porté sur l'indé-

pendance de la BCE et sur les objectifs d'inflation, mais aussi sur l'inquiétude des Allemands de se retrouver avec d'autres pays qui allaient s'endetter beaucoup plus facilement, d'où le pacte de stabilité et de croissance, les règles sur l'endettement dans les traités. L'Allemagne a toujours essayé d'être bon élève et d''ailleurs, depuis dix ans, elle a montré qu'elle savait très bien contrôler sa dette, même dans une situation de croissance beaucoup plus faible que dans le reste de la zone euro.

Tout cela explique pourquoi il y a cette hésitation, ces réticences par rapport à l'endettement Mais aujourd'hui, les doutes sur la dette en Allemagne ont pris des dimensions exagérées alors même que l'Allemagne devrait investir. Il y a un manque d'investissement public criant dans notre pays. En dehors des grandes villes (et encore), les écoles, les infrastructures, ne sont pas au niveau. Cette focalisation allemande sur un budget équilibré, et le déficit zéro, *Schwarze Null*, a pris une dimension politique invraisemblable. En Allemagne, les élections ne se gagnent pas en promettant de dépenser plus, elles se gagnent en promettant de garder le « déficit zéro ». C'est devenu un vrai problème, parce qu'avec la transition énergétique, les changements vers le numérique, il faut investir aujourd'hui, pour que le pays garde sa possibilité de croissance à l'avenir.

Il y a aussi un manque d'investissements privés. L'excédent allemand dont on parle souvent en France provient aussi du fait qu'il n'y a pas assez d'investissements privés. Le capital allemand quitte l'Allemagne, il est investi ailleurs. Cela crée des déséquilibres mondiaux et intra-européens, qu'il faut corriger. La meilleure manière de les corriger, c'est d'investir en Allemagne.

Troisièmement, il faut réfléchir à des solutions européennes. Aujourd'hui, les taux sont devenus négatifs sur toute la courbe de la dette. Le taux court terme de la BCE est à - 0,4 %. Le taux allemand sur dix ans est au même niveau. Vous avez une courbe des taux d'intérêt qui est complètement plate pour l'Allemagne. Mais la politique budgétaire ne devrait-elle pas relancer le moteur de la conjoncture européenne ? L'Allemagne ne souhaite pas le faire, parce que la conjoncture est bonne en Allemagne, il faut donc réfléchir à des solutions européennes.

Enfin, il faut rappeler au gouvernement allemand qu'un gouvernement qui n'investit pas à des taux négatifs pense qu'un euro d'investissement public détruit plus de valeur qu'il n'en crée. Il faut changer l'approche allemande, aller vers plus d'investissement et d'endettement, tout en respectant les règles européennes.

MARC LANDRÉ — Cheikh Kanté, vous êtes Ministre en charge du Plan Sénégal Émergent depuis deux ans. Vous êtes diplômé de l'Université d'Orléans et de Dauphine. Vous êtes multitâche : écrivain et businessman, entre autres. Vous êtes bien connu pour votre soutien des couches populaires et défavorisées de votre pays. Vous avez été Directeur du port autonome de Dakar. Vous adorez Youssou N'Dour, vous aimez les beaux habits, les marques de luxe, les cravates, mais pas du tout les nœuds papillon.

Cheikh Kanté, est-ce que les mêmes problèmes se posent pour l'Afrique et le Sénégal en particulier ?

CHEIKH KANTÉ — Le même problème se pose partout, parce que la dette est une vieille pratique qui touche tout le monde, les ménages, les États, entre autres. Le professeur de Boissieu me disait que l'Angleterre s'était endettée pendant trois siècles, c'est-à-dire avant, pendant et après la révolution industrielle, pour se développer. Elle s'est même endettée pour combattre Napoléon Bonaparte.

J'ai l'impression que nous adhérons tous à l'école de Domar[2], en effet, en matière de financements extérieurs, il y a plusieurs écoles : celle de Ricardo, Smith et les autres, d'une part qui sont contre l'endettement extérieur ; l'école de Keynes, Harrod et Domar d'autre part qui sont pour. Faut-il s'endetter pour mieux s'enri-

2. Le modèle Harrod-Domar, du nom de ses deux inventeurs, économistes américains, est le premier modèle économique formalisé de la croissance. Il vise à étendre sur la longue période la *Théorie générale* de Keynes qui portait essentiellement sur le court terme. Tout comme la *Théorie générale*, le modèle de Harrod-Domar vise à faire ressortir le caractère instable de la croissance économique, et la nécessité de l'intervention étatique.

chir ? Oui, mais je vais aborder la question du point de vue africain puisque je suis un afro-optimiste.

Je me rappelle qu'en 1960, un grand chercheur, René Dumont, disait que l'Afrique noire était mal partie. Aujourd'hui, en Afrique, nous avons les taux de croissance les plus élevés. Le PIB agrégé de l'Afrique représente 4,2 % du PIB mondial, contre les 14 % de la Chine et les 21 % de l'Europe. Selon les économistes, d'ici 2050, ce taux aura une amplitude de 7 %. Cela aura des conséquences aussi bien positives que négatives pour nos économies. Actuellement, en Afrique subsaharienne, nous avons une équation à résoudre, celle du financement du développement et de l'équilibre de la dette. Dans certaines zones, plusieurs pays n'ont pas encore atteint un seuil de moyenne souhaitable des objectifs fixés pour les dix-sept ODD. Suivant certaines estimations, Il faudrait pour ces pays, un financement additionnel de 20 % du PIB d'ici 2030 pour qu'ils s'en approchent. Les besoins augmentent, l'aide publique au développement stagne voire régresse, ou bien cette aide est orientée vers d'autres secteurs, comme la sécurité pour lutter contre le terrorisme et les guerres, ce qui perturbe leurs perspectives de croissance.

Pendant ce temps, d'autres sources de financement s'offrent à ces pays, comme les financements chinois qui ont leurs avantages et leurs inconvénients. Pour reprendre l'exemple de Djibouti, ce pays a tout simplement hypothéqué son port et n'a finalement pas pu rembourser sa dette ; son port est aujourd'hui sous contrôle chinois pour 99 ans. Le Mozambique s'est endetté de manière opaque auprès de la Chine qui a envoyé des entreprises pour construire sur place, en échange de matières premières. Cela a entraîné les effets néfastes que nous avons connus. Je pense que la priorité des économie Africaines présentement devrait être de privilégier la bonne gouvernance, le multilatéralisme, la transparence, pour mieux prendre en compte la multi dimensionnalité des besoins de nos populations et d'être en phase avec la mondialisation.

Les causes de la dette en Afrique sont connues : mauvaises dépenses publiques, chocs négatifs des matières premières, chocs de change ou politiques publiques risquées. Les pays africains

ont besoin d'une nouvelle orientation politique à l'instar du Sénégal, afin de pouvoir évoluer dans de bonnes conditions vers l'émergence. Au Sénégal, nous avons ce qu'on appelle le Plan Sénégal. Il est démontré que de 1960 à 2012, l'Afrique n'a pas atteint les taux de croissance suffisants pour se hisser aux normes de croissance des pays émergents qui imposent un taux de croissance supérieur au taux de croissance antérieur, supérieur au taux démographique, supérieur ou égal aux taux des pays émergents ou développés.

Depuis la mise en œuvre du Plan Sénégal Émergent, il y a cinq ans, nous avons pu atteindre une moyenne de croissance supérieure à 6,6 % par an. Les leviers que nous avons actionnés concernent le capital humain, la santé, les infrastructures qui ont créé les conditions d'une transformation structurelle de notre économie, soutenue par la démocratie, la paix et la sécurité. Nous avons créé les conditions d'une croissance inclusive qui sert de modèle à certains pays africains.

MARC LANDRÉ — Bruno Angles, vous êtes le président du Crédit Suisse France Belgique depuis 2016, après avoir dirigé pendant dix ans le fonds Macquarie. Vous avez fait Polytechnique et les Ponts et Chaussées. Vous avez travaillé au Ministère des Transports et du Tourisme. Vous avez également été PDG de la Société du tunnel du Mont-Blanc. Vous avez été associé chez McKinsey et PDG de Vinci Energies. Vous êtes un adepte de golf, que vous pratiquez quasiment tous les week-ends pendant quatre heures. Vous êtes un ancien grand joueur de rugby. On a beaucoup parlé des dettes des États, mais pas du rôle des banques. En tant que patron du Crédit Suisse, est-ce que vous pouvez nous donner votre avis sur la question ?

BRUNO ANGLES — Je voudrais faire deux remarques liminaires, en soulignant un paradoxe intéressant et en mettant en exergue une asymétrie choquante.

Première remarque, pour qu'il y ait endettement, il faut qu'il y ait confiance, confiance de l'emprunteur dans l'avenir, dans ses

projets, confiance de la banque ou du prêteur d'une façon plus générale dans l'emprunteur et sa capacité à rembourser. En réfléchissant un peu, cela est vrai dans un univers classique de taux positifs. On pourrait avoir un débat philosophique intéressant sur la question de comment tout ceci se traduit dans un univers de taux négatifs. En regardant qui s'est enrichi sur les dix à quinze dernières années, nous trouvons un certain nombre de personnes, dont les acteurs du *private equity*. Ils se sont enrichis de manière assez facile, grâce à un constat et un outil relativement simple. Le constat est que dans un univers où le coût de la dette tend vers zéro, que la situation permet de maintenir une rémunération des fonds propres de 10 % à 20 % selon les classes d'actifs, il est assez tentant d'utiliser un outil simple qui est l'effet de levier. Pour la même rentabilité intrinsèque d'un projet, il y aura évidemment une meilleure rentabilité des fonds propres tout en s'enrichissant. C'est donc ce qu'ont fait les fonds de *private equity*, de façon mécanique, mais déterminée et efficace, d'une part en ayant à peu près sur tous leurs actifs des refinancements multiples accompagnant le mouvement de baisse des taux et d'autre part, en utilisant l'effet de levier, pas simplement les actifs dans lesquels ils ont investi, mais également les *holdings* d'acquisition, ce qui permet d'ajouter un deuxième niveau de dette par rapport à l'actif lui-même et donc de rendre encore plus attractif le rendement en fonds propres.

Puisqu'on parle des différentes catégories de dettes, le paradoxe que je voulais souligner est celui qui existe entre le discrédit de la part de l'opinion sur le crédit à la consommation et toutes les vertus que l'on prête au microcrédit applaudi comme un outil de développement économique et d'inclusion financière. Quand on regarde d'un peu plus près, le microcrédit ne se distingue pas fondamentalement du crédit à la consommation. Ce sont généralement des prêts de montants faibles utilisés principalement par des populations peu solvables, pour acheter des équipements de consommation courante et dont les taux d'intérêt reflètent le risque accru représenté par cette catégorie d'emprunteurs. La seule différence tient à ce que l'emprunteur affirme des visées de micro-entrepreneuriat ou des visées pour l'emploi dans le cadre

du microcrédit, mais le prêteur n'a pas de contrôle effectif sur l'utilisation du bien financé. La nature des deux outils est donc effectivement assez largement identique.

Plus spécifiquement, en France, il existe deux formes de microcrédit : le microcrédit personnel ou social garanti par l'État à hauteur de 50 % qui bénéficie de taux subventionnés très bas et le microcrédit professionnel qui en revanche affiche des taux très élevés, actuellement de l'ordre 7 % à 8 %, ce qui est plus élevé qu'un crédit à la consommation classique. En plus, pour accéder au microcrédit personnel il est souvent nécessaire d'avoir un accompagnement de type associatif au moment de l'obtention et même dans la durée de vie du prêt. C'est un paradoxe avec d'un côté le microcrédit qui a une bonne image, alors qu'il est peu abondant et difficile à obtenir en pratique et le crédit à la consommation qui a une mauvaise image et est pourtant très abondant.

Au sujet du crédit à la consommation, voilà ce que je considère être une asymétrie choquante : l'État a imposé par la loi Lagarde la mention suivante sur tous les documents de crédit à la consommation : « Un crédit vous engage et doit être remboursé. Vérifiez vos capacités de remboursement avant de vous engager » alors que l'État ne s'applique pas à lui-même ce qu'il impose aux ménages. Je propose pour aider nos parlementaires, d'imposer que cette mention figure chaque année sur tous les documents entre leurs mains au moment du vote de la loi de finances, que chaque député et chaque sénateur ait sous les yeux au moment où il va appuyer sur le bouton de vote cette phrase : « Un crédit vous engage et doit être remboursé. Vérifiez vos capacités de remboursement avant de vous engager. »

ODILE RENAUD-BASSO — Nous avons une capacité de remboursement extrêmement forte. D'ailleurs, la France aussi emprunte à taux négatif. Hier[3], première adjudication à 10 ans à - 0,13 %. Les investisseurs paient pour acheter de la dette française.

3. Vendredi 5 juillet.

MARC LANDRÉ — On a parlé des ménages, des États, mais pas des entreprises.

CATHERINE LUBOCHINSKY — Effectivement, il faut aussi parler de la dette privée. Comme la dernière crise financière nous l'a montré, il n'y a pas que les dettes publiques qu'il faut regarder en termes de vulnérabilité d'un système. Nnous sommes une exception française car dans la plupart des autres pays, depuis dix ans, la part de l'endettement privé dans le PIB diminue, alors qu'elle augmente en France. Les chiffres du FMI montrent, tous instruments de dette confondus (banques et marchés) que l'évolution de la dette privée, ménages et entreprises aux États-Unis a baissé de dix points depuis 2008. Cela représente quand même 200 % du PIB. C'est encore à des niveaux raisonnables. Elle a baissé de vingt points au Royaume-Uni qui a 230 % de dette privée. Elle a baissé de soixante-dix points en Espagne qui en avait vraiment besoin, mais elle a augmenté de trente points en France. C'est donc vraiment une exception française.

Pourquoi cette dette privée a-t-elle augmenté autant en France ? Est-ce que c'est un problème de sur-bancarisation avec des banques qui se concurrencent dans la distribution de crédit afin d'atténuer les conséquences d'un taux négatif des facilités de dépôt auprès de la Banque Centrale Européenne ? Peut-être est-ce tout simplement une rationalité plus forte des Français, qui, compte tenu du niveau des taux d'intérêt, préfèrent s'endetter.

Le mouvement de baisse concerne à la fois les ménages et les entreprises, sauf aux États-Unis, où la dette des entreprises a augmenté à un rythme supérieur au taux de croissance du PIB sur la dernière décennie. Dans son dernier rapport sur la stabilité financière, la FED s'inquiète en particulier de l'endettement des firmes les plus risquées. C'est effectivement inquiétant en cas de ralentissement de la conjoncture économique ou de remontée des taux parce qu'elles sont plus vulnérables. Ce qui préoccupe plus précisément la FED, c'est l'augmentation très forte de ce qu'on appelle élégamment les *leveraged loans*, les prêts à effet de levier. Ce sont des prêts aux entreprises déjà fortement endettées. Le

mot *leveraged loan* à lui seul peut être inquiétant. Non seulement ces prêts ont augmenté de 20 % en 2018, mais en plus, il y a une détérioration du risque moyen de ces prêts. Le niveau de ces *leveraged loans* est maintenant supérieur à celui de 2007, alors que les banques américaines sont censées avoir amélioré la gestion des risques. Certes il n'y a presque plus de *subprimes* aux États-Unis, mais les *leveraged loan* arrivent.

MARC LANDRÉ — Henrik Enderlein, vous avez parlé de solutions au niveau européen. Vous prônez notamment une révision du Pacte de stabilité. Que voulez-vous dire ?

HENRIK ENDERLEIN — Premièrement il faut des instruments pour s'endetter ensemble au niveau européen. Il n'y a pas de politique budgétaire européenne et c'est un problème parce qu'il faut mener une politique monétaire commune, avec dix-neuf politiques budgétaires très dispersées et peu coordonnées. L'idée d'un budget de la zone euro est donc importante. Aujourd'hui, nous sommes en train d'en créer un, de 17 milliards cette année, ce qui n'est rien pour la zone euro. Il faut réfléchir à un vrai budget de la zone euro.

Le deuxième point est qu'il faut effectivement retravailler le Pacte de stabilité. C'est un débat très difficile pour l'Allemagne, mais aussi pour d'autres pays. À l'origine, nous avons créé le Pacte pour instaurer une politique budgétaire disciplinée dans les pays. Mais au cœur du Pacte se trouve le débat sur la croissance potentielle année par année de chaque pays. Cette croissance potentielle, nous ne la connaissons pas *ex ante*. Il existe un chiffre officiel, mais nous savons que d'ici deux ans, le chiffre sera corrigé à la hausse ou à la baisse. Au lieu d'anticiper le cycle économique, nous sommes constamment en retard. Il vaudrait mieux cibler des augmentations de dépenses sur le long terme en liaison directe avec la croissance nominale du PIB. Ce serait une règle de dépense simple beaucoup plus transparente qui permettrait aux pays de mieux savoir où ils en sont dans leur cycle. Cela peut paraître très technique, mais c'est une manière de répondre aux difficultés que

nous avons aujourd'hui dans la zone euro et à nous mettre d'accord sur la politique budgétaire.

Dans les pays de la zone euro, il existe des niveaux de dette très différents. Aujourd'hui, l'Italie est à 132 % de dette de son PIB, avec des déficits de près de 3 %. Si le cycle ne repart pas, elle atteindra sans doute les 150 %. Il n'y a pas de seuil supérieur de la dette publique, mais cela peut devenir un véritable danger pour la zone euro et pour l'Italie si la croissance italienne ne repart pas. D'autres pays comme l'Allemagne sont à l'inverse, autour de 60 % de dette par rapport au PIB et ce sont ces pays-là qui doivent investir. La zone euro ne marchera pas, si au lieu de se rapprocher, les pays vont dans des directions divergentes, si les pays qui peuvent investir n'investissent pas, et ceux qui voudraient investir ne le peuvent pas parce qu'ils sont européens, avant d'être allemands ou français.

BRUNO ANGLES — Je voudrais évoquer deux thèmes, l'écologie et la spéculation, à la fois sous un angle d'observation et de proposition pour terminer par deux remarques sur la sensibilité à la hausse des taux et ce que je considère être la vraie ressource rare.

La dette écologique n'est pas remboursable. On peut d'ailleurs se poser la question de savoir si cette autre forme de dette est vraiment une dette et si le terme de « dette » est vraiment adapté. Il reste néanmoins certains points communs entre cette dette écologique et la notion de dette publique. Je crois que dans les deux cas, la dette résulte de notre réticence collective à changer un certain nombre d'habitudes et dans les deux cas, ce sont nos enfants qui en paieront le prix, que nous raisonnions en termes de fin du mois ou en termes de fin du monde, pour reprendre le vocabulaire utilisé pendant la crise des gilets jaunes. Ce faisant, il me semble que nous violons ce principe qui a été synthétisé par un écrivain allemand, Andreas Eschbach qui disait, je cite : « Chaque génération a une dette envers les générations précédentes et s'en acquitte auprès de ses propres enfants. » J'ai l'impression que nous faisons exactement l'inverse, mais c'est peut-être parce que Andreas Eschbach est un écrivain de science-fiction !

L'investissement spéculatif est souvent défini par le niveau de risque qui est pris. Or, il me semble que ce n'est pas la bonne définition car la question est de savoir s'il y a ou non contrôle par l'investisseur de la rentabilité de l'actif sous-jacent. Le spéculateur qui très souvent emprunte pour réaliser son opération et faire effet de levier, mise sur un changement de conditions de marché ou sur les décisions d'autrui pour valoriser son actif, alors qu'il n'en a pas la maîtrise. Qu'il soit industriel ou financier, le vrai investisseur est actif pour valoriser son bien.

Deux sujets, deux propositions. Il y a un activisme grand public qui se développe à travers l'utilisation de plus en plus fréquente des critères dit ESG, Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance, *via* un certain nombre d'organismes de notation spécialisés qui souvent rendent leurs préconisations également publiques. Il me semble important de développer ce secteur, mais il est aussi important de le structurer avec des règles claires. En effet, si nous ne voulons pas que l'épargne grand public participe, comme aurait dit Richard Virenque « à l'insu de son plein gré », à la spéculation, il faut standardiser les critères ESG et réguler les organismes de notation. Sinon, nous serons dans une situation où en croyant faire le meilleur, nous ferons peut-être le pire. Il me semble également que par rapport aux produits spéculatifs, il est probablement prudent de réserver certains produits qui peuvent être hautement rentables à un certain nombre de clients fortunés des banques. Ne pas restreindre l'accès à ces produits d'investissement plus complexes peut être quasiment criminel pour des clients qui ne sont pas prêts à faire face à des pertes importantes.

Par ailleurs, il me semble important de pourchasser toujours plus activement les plateformes souvent illégales, systématiquement risquées qui proposent de spéculer sur des instruments à effet de levier pour des clients qui n'ont ni la compréhension ni la capacité de résister.

Il faut être conscient que la remontée de 1 % des taux, représente 2 milliards en un an pour la dette française, 6 milliards en trois ans, 20 milliards en dix ans. Quand nous voyons la difficulté à financer les cinq milliards de baisses d'impôts qui ont été annon-

cés, du fait de notre incapacité à réduire vraiment les dépenses publiques, nous ne pouvons pas être insensibles à ce risque de hausse des taux. Bien sûr, il y a des taux négatifs aujourd'hui, mais il est de notre devoir collectif de réfléchir à cette sensibilité par rapport à la hausse des taux.

Dernier point, sur la ressource rare, je crois vraiment que nous sommes dans un monde très nouveau aujourd'hui, où l'argent est quasiment gratuit. Ce qui est beaucoup plus rare, ce n'est pas l'argent, ce sont les projets et les porteurs de projets. C'est pour cela que je crois qu'il est fondamental, notamment dans l'éducation – et c'est ce qu'a fait l'École polytechnique, que j'ai un peu contribué à développer et qui n'existait absolument pas quand j'y étais élève – de développer de façon très importante la notion d'entreprenariat, avec un incubateur. Il est important de former quelques banquiers pour que nous puissions les recruter, mais surtout de former les entrepreneurs.

ODILE RENAUD-BASSO — Un mot sur la soutenabilité de la dette. Je suis d'accord sur le fait qu'en France, malgré le niveau actuel des taux, le service de la dette est l'un des premiers postes budgétaires, avec quarante milliards dans le budget de l'État. C'est autant que ce qu'on dépense dans l'éducation et ce avec des taux très bas. Si les taux augmentent, les effets sont mathématiques, c'est donc un risque majeur.

Par ailleurs, quand un pays trop endetté est face à une crise économique, il n'a plus aucune marge de manœuvre pour réagir. C'est la situation de l'Italie, par exemple, qui est entrée dans la crise de 2008 avec un niveau de dette à 100 %. Parmi les pays européens, l'Italie était le seul pays qui ne pouvait pas laisser jouer les stabilisateurs automatiques et laissait filer les déficits, parce qu'il y avait beaucoup plus de dépenses sociales, etc. Pour relancer la demande, l'Italie n'a pas pu faire un plan de stimulus. Malgré tout, l'Italie se retrouve aujourd'hui à être l'un des pays les plus endettés, avec un niveau de dette à plus de 130 % du PIB et une croissance potentielle qui s'est affaiblie progressivement, parce qu'elle n'a pas pu mettre en place une politique économique proactive. Nous voyons bien que le fait de ne pas avoir de marge de manœuvre, d'arriver avec un

niveau de dette déjà élevé dans une situation de crise où les marchés n'ont plus confiance, les écarts de taux augmentent, les taux d'intérêt augmentent, mettent le pays dans une situation de fragilité extrême et ayant un effet récessif extrêmement important.

MARC LANDRÉ — Si je peux me permettre, l'Italie s'est appauvrie par rapport à avant la crise.

ODILE RENAUD-BASSO — L'Italie est le seul pays de la zone euro qui n'a pas retrouvé son niveau de PIB par tête d'avant 2008. Il est clair qu'il faut que nous ayons une politique différenciée. Aujourd'hui, des pays ont vraiment des marges de manœuvre pour s'endetter et pour moi, l'Allemagne en fait partie, de même que les Pays-Bas, etc. Il y a des pays où malgré le niveau bas des taux d'intérêt, il faut que la dette soit sur une trajectoire de réduction. C'est clair pour l'Italie et je crois que c'est aussi clair pour la France, il faut inverser, ne plus stabiliser, mais faire décroître le niveau d'endettement. C'est une question de soutenabilité à long terme, mais aussi une question d'indépendance. Quand un pays a des difficultés à vendre sa dette et doit aller voir les investisseurs chinois pour leur demander d'acheter leur dette, il commence à perdre des leviers d'indépendance et à dépendre de façon extrêmement importante de contreparties qui ne sont pas agréables.

Cela étant dit, je suis aussi d'accord avec un budget de la zone euro, sur l'importance pour la zone euro, face à la politique monétaire unique, d'avoir des instruments de politique budgétaire communs permettant de réagir et de stabiliser la situation. Je suis convaincue que ce que nous avons est un début, que nous pourrons le faire grandir le moment venu, quand nous en aurons besoin. Il vaut mieux avancer, fût-ce lentement, que ne rien faire, compte tenu des difficultés de ces discussions, mais un pas est toujours mieux que l'immobilisme.

Un dernier mot sur la situation des pays en développement. Là aussi, il y a eu des initiatives extrêmement importantes pour annuler la dette des pays en développement, appelées l'initiative Pays Pauvres Très Endettés (PPTE) par une annulation massive, pour re-

donner des marges de manœuvre et favoriser la croissance, éviter le poids excessif de la dette sur les perspectives de moyen terme. Dix ans plus tard, nous nous retrouvons pourtant dans une situation à nouveau inquiétante pour un certain nombre de pays, à cause de la transparence, de l'intervention de nouveaux créanciers et de nouveaux modes d'octroi de la dette, notamment des créanciers chinois qui ne jouent pas selon les mêmes règles du jeu que l'ensemble de la communauté internationale, des mécanismes de gage, de préemption de recettes futures, etc. particulièrement toxiques et sur lesquels il faut être vigilant. Il y a des gros travaux au sein du G20, dans la communauté internationale, pour essayer de se mettre d'accord sur des principes communs, pour que tout le monde respecte les règles et pour édicter des règles de transparence pour le futur.

CHEIKH KANTÉ — En 2002, le Sénégal avait bénéficié du programme PPTE[4]. Entre 2002 et 2012, sa dette s'est reconstituée, avec des taux de croissance très bas. Il était de 1,7 % en 2012. Quand le Président Macky Sall est arrivé, avec sa vision cartésienne basée sur un modèle économiquement viable socialement, écologiquement reproductible, parce qu'il prend en compte les préoccupations des générations actuelles et futures, le Sénégal s'est peu endetté et durant le premier plan quinquennal, il a connu des taux de croissance supérieurs à 6 %. Cela dépend d'abord des gouvernements, mais aussi des orientations stratégiques et du mode de gouvernance, une gouvernance vertueuse qui lutte contre la corruption qui accroit souvent la dette. Il faut des conditions de forme et des conditions de fond pour la construction d'une croissance inclusive, à travers une vision claire, nette et précise et avec une ambition forte. Il faut un budget et le financer, notamment à travers les instruments classiques, comme les impôts. Il faut que les Africains paient des impôts, sur la base d'une bonne fiscalité. Sur le plan extérieur, il faut du multilatéralisme, grâce à un partenariat solide qui respecte les quatre règles : l'efficacité, la

4. PPTE : Pays Pauvre Très Endetté : initiative qui vise à assister les pays les plus pauvres du monde en rendant leurs dettes internationales « soutenables ».

cohérence, la redevabilité et la transparence. Il faut accepter de se soumettre à la restitution des comptes de manière transparente.

Au sein de l'UEMOA, nous avons un avantage, car nous avons un pacte de convergence qui impose des normes concernant le déficit budgétaire et l'endettement. Nous n'avons pas le droit de dépasser 70 %. C'est pourquoi dans notre zone, nous sommes parvenus à la stabilité macroéconomique la plus forte par rapport à d'autres zones géographiques.

Je suis contre la monnaie eco[5] qu'on veut promouvoir dans la précipitation, parce que je n'ai pas envie qu'on déstabilise notre zone qui a aujourd'hui un taux d'inflation inférieur à 2 % comparé au Nigéria qui a un taux d'inflation à 16 %. Il y a des calculs économétriques à faire dans une logique prudentielle. Tout dépend bien évidemment de la valeur des dirigeants. L'État a le devoir et l'obligation de créer un écosystème qui favorise d'abord l'investissement étranger, l'épanouissement des jeunes universitaires, comme la Silicon Valley, comme le *Mittelstand* en Allemagne, comme à Bangalore où se croisent en général les scientifiques, les banquiers, dans une logique d'innovation.

Le secteur privé a son rôle, avec les petites et moyennes entreprises. Il faut que ces petites et moyennes entreprises soient aidées, soutenues, pour qu'elles puissent avoir accès au crédit. C'est dans ces conditions que les jeunes Africains vont pouvoir trouver du travail et éviter de prendre les pirogues pour aller mourir en mer.

QUESTION DU PUBLIC — À quel moment faut-il se désendetter pour s'enrichir ? Comme dit le vieil adage « Qui paye ses dettes s'enrichit ».

CATHERINE LUBOCHINSKY — C'est en fait celui qui ne « paye » pas ses dettes qui arrive à s'enrichir encore un peu plus vite. Par exemple, avec un peu d'inflation, la dette en termes réels

5. L'eco est le nom d'un projet de monnaie unique des quinze pays de la Communauté Économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) datant des années 1960.

diminue. En d'autres termes, vous remboursez « en monnaie de singe », et si la dette a financé un actif dont la valeur s'ajuste à l'inflation, vous vous êtes « enrichi ».

La théorie économique standard préconise de faire du déficit en creux de cycle et de commencer à se désendetter en haut de cycle. C'est la théorie, mais il y a des effets de cliquet et ce n'est pas toujours facile à faire.

MARC LANDRÉ — Odile Renaud-Basso, la barre de 100 % du PIB de dette que la France va peut-être franchir, c'est psychologique ou c'est un vrai indicateur ?

ODILE RENAUD-BASSO — Quand les marchés sont confiants, cela n'a aucun effet. Il n'y a d'ailleurs aucune réaction, à l'approche des 100 %, mais c'est quand même assez symbolique politiquement. Par ailleurs, à terme, cela fragilise le pays. Pour les États, quand la croissance est positive et supérieure au potentiel, c'est le moment de se désendetter, de réduire son déficit, etc., alors qu'en creux de cycle, c'est plutôt le moment de laisser le déficit filer et de faire un peu de dettes, pour soutenir l'activité. Pour pouvoir faire cela, il faut des marges de manœuvre et c'est pour cela qu'aujourd'hui c'est plutôt vers le désendettement qu'il faut aller.

QUESTION DU PUBLIC — Vous avez évoqué l'absence de marge de manœuvre budgétaire de l'Italie et les incidences négatives que cela pourrait avoir sur la croissance effective potentielle. En décembre dernier, l'Eurogroupe s'accordait sur la mise en place d'un mécanisme de restructuration de dette européen. Est-ce que vous seriez favorable à la mise en place de processus de restructuration de dettes préventifs en Europe ? Quels pourraient être les pays concernés ? La France pourrait-elle être concernée ? Quelles pourraient être les modalités de ces processus préventifs ?

HENRIK ENDERLEIN — Depuis la création de la zone euro, la fameuse règle de non assistance, la *no bail-out clause*, se trouve au cœur de l'architecture de l'union monétaire. Mais soyons

honnêtes : aujourd'hui, cette règle n'existe plus. Elle a été mise en veille, et ce n'est pas bien. Il ne faut pas exclure que l'un ou l'autre pays de la zone euro puissent aller vers une restructuration encadrée de la dette, mais pour cela, il faut d'abord préparer le terrain. Si aujourd'hui l'Italie allait vers une banqueroute souveraine, toute la zone euro serait gravement concernée. Il faut créer le contexte dans lequel ce sera possible.

Je fais partie d'un groupe de quatorze économistes, sept Français et sept Allemands. Nous avons travaillé sur la question et avons présenté un rapport qui dit en gros qu'il faut que ce soit possible, mais dans un contexte de plus de partage de risque. Il ne faut pas avoir peur des restructurations, il y a plusieurs manières de le faire. Il y a des questions juridiques, avec les clauses d'action collective, mais il y a aussi la possibilité de mettre en place un mécanisme réglé par le Mécanisme Européen de Stabilité et d'autres acteurs. Il faut une garantie des dépôts sinon, une banqueroute, par exemple italienne, se traduirait par une fuite des capitaux de l'Italie, ce qu'il faut éviter. Il faut sans doute également un actif européen commun qui soit sûr pour que les banques sachent quoi acheter s'il y a un pays en difficulté.

ODILE RENAUD-BASSO — Je suis très prudente sur toute idée de faire des restructurations préventives ou des mécanismes automatiques de restructuration de dettes. Qu'il y ait un cadre juridique, avec les clauses d'action collective dans les titres qu'on émet qui permettent de définir des règles de décision à la majorité, qu'on regarde avant de prêter, que par le mécanisme européen de stabilité, on fasse de vraies analyses de soutenabilité de la dette en prenant en compte les facteurs, etc. c'est nécessaire. En revanche, créer un cadre rigide, avec des niveaux de dette qui déclenchent des restructurations, etc., c'est sans doute la recette pour le désastre et une perte de confiance totale dans les dettes souveraines européennes.

QUESTION DU PUBLIC — Il y a deux manières de s'endetter : dette ou fonds propres. Or, ces dernières années, nous

avons vu que les ratios de dettes sur fonds propres des entreprises se sont détériorés. Pour les ménages, leur capacité à apporter des capitaux propres pour le financement de leur logement s'est également détériorée. On voit aussi que les primes de risque sur les marchés des actions n'ont jamais été aussi élevées, compte tenu du fait qu'on a des taux zéro et des exigences de rentabilité à 15 %. Comment expliquer le fait que les capitaux propres soit devenus aussi rares, et qu'on ait une surabondance des dettes ? Bien sûr, il y a les politiques monétaires, mais comment explique-t-on qu'aujourd'hui, cet autre mode de financement qui est aussi utilisé pour s'enrichir dans l'avenir soit devenu aussi rare et difficile à obtenir ?

BRUNO ANGLES — Sur la classe d'actifs que sont les infrastructures, nous constatons exactement l'inverse, probablement parce que cette classe d'actifs a généré des rendements très attractifs pour les investisseurs, en particulier si on considère le couple risque-retour dans un environnement de taux bas. Nous avons constaté une capacité à lever dans des conditions de facilité absolument invraisemblables des fonds qui avaient déjà été présents et avaient performé sur ce marché. En 2007, Macquarie avait levé son deuxième fonds européen, à hauteur de 4,6 milliards d'euros environ, cela avait pris environ 18 mois. Récemment, Macquarie a levé son cinquième fonds européen qui a été finalisé en trois semaines pour une levée de plus de cinq milliards.

Sur un certain nombre de classes d'actifs en tout cas, l'*equity* existe et est même surabondante. Pour rester sur l'infrastructure, c'est vrai pour des fonds existants qui ont un *track record*, mais également pour des gens qui se lancent comme investisseurs alternatifs sur ces classes d'actifs et arrivent eux aussi à lever des fonds propres. Il serait intéressant de s'interroger sur l'origine ultime desdits fonds propres, parce que peut-être qu'en fait, c'est une forme de dette.

COMMENT INVESTIR FACE AUX INCERTITUDES ?

4

COORDINATION **Philippe Trainar** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Jean-Jacques Barbéris** *(Amundi)*
Myriam Durand *(Moody's)*
Olivier Millet *(France Invest/Eurazeo)*
Nicole Notat *(Vigeo Eiris)*
Philippe Setbon *(Groupama Asset Management)*
Moussa Ismaila Touré *(Agence pour la Promotion des Investissements, Mali)*

MODÉRATION **Sébastien Le Fol** *(Le Point)*

SÉBASTIEN LE FOL — En examinant le sujet de cette session, je me suis demandé s'il n'y avait pas une contradiction dans les termes « investir face aux incertitudes ». Est-ce qu'on n'investit pas plutôt parce qu'il y a de l'incertitude ? Ce sera toute la question de ces échanges.

PHILIPPE TRAINAR — Je crois que c'est une question importante. Je prendrai quelques exemples et quelques chiffres en France à titre illustratif : j'aurais pu prendre des chiffres de l'OCDE, des États-Unis, etc. car on observe dans tous les pays avancés une même tendance lourde à la baisse et au ralentissement de la croissance du capital en volume. Dans le cas de la France, la croissance du capital en volume a été l'année dernière d'environ 1,1 % ou plutôt la formation nette de capital a représenté environ 1,1 % du PIB, ce qui normalement ne permet pas de maintenir le rythme de croissance sur lequel nous sommes.

Ce ralentissement est le résultat de quatre facteurs principaux. Le premier est purement comptable, c'est le développement du capital intangible. Le capital intangible est difficile à mesurer et n'est pas pris en compte dans la comptabilité. Ce n'est pas dramatique, au contraire, puisque ça implique une sous-estimation *de facto* du véritable investissement.

Le deuxième facteur relève de la démographie : le ralentissement de la croissance démographique et de la natalité a un effet mécanique sur le ralentissement économique. En revanche, on peut espérer qu'il n'aura pas d'effet sur la progression du PIB par tête. On ne peut ignorer la question du vieillissement psychologique : est-ce que parallèlement au vieillissement de l'économie, il n'y a pas un certain vieillissement psychologique de l'entreprise ?

Troisième facteur, très important, les taux d'intérêt bas. En général, on pense que les taux d'intérêt très bas sont bons puisqu'ils favorisent le crédit donc l'investissement. Nous avons tous les courbes de Keynes à l'esprit. Mais aujourd'hui les taux ne sont pas bas pour de bonnes raisons mais pour de mauvaises raisons en termes d'investissement : l'investisseur ne veut plus prendre de risque, se replie sur des actifs non risqués dont le taux d'intérêt baisse logiquement alors que la prime de risque augmente, ce qui n'est pas bon signe. Cette réallocation de l'investissement à offre et demande de capital inchangées est un véritable problème.

Quatrième et dernier facteur, tout aussi important et lié au troisième facteur, l'univers des risques. Celui-ci est perçu par la majorité des agents économiques comme plus important et plus dangereux que par le passé. On peut citer les incertitudes qui pèsent sur la croissance elle-même avec les risques d'une stagnation séculaire, d'un ralentissement de la croissance, d'une japonisation de l'Europe. Il faut aussi citer les risques émergents avec la montée des risques cyber, la remise en cause de ce que certains politologues appellent l'ordre global libéral ainsi que le changement climatique et les coûts qu'ils sont susceptibles d'imposer à l'économie. L'incertitude liée au climat peut effrayer, d'autant plus qu'on ne

sait pas très bien dans quelles conditions la responsabilité des investisseurs, par exemple sur des technologies moins propres, pourrait être mise en cause d'ici dix, vingt ou trente ans.

Un certain nombre de questions découlent de cette rapide analyse : d'abord comment retrouver les ressorts de l'investissement ? La première piste serait de se dire qu'il faut investir davantage en ciblant les grands projets d'infrastructures sans toutefois perdre de vue la méfiance par rapport à la relance de la dépense publique dans des pays, notamment la France, où les taux de prélèvements obligatoires, de dépenses publiques et d'endettement public sont élevés et n'autorisent que des marges de manœuvre étroites.

Autre piste : travailler sur les incitations en accordant toute l'attention nécessaire aux questions fondamentale de la concurrence et de la fiscalité du capital.

Enfin, dernière piste : prêter attention aux formes collectives d'aversion aux risques, certaines régulations financières et prudentielles pouvant inciter à un excès de prudence.

SÉBASTIEN LE FOL — Myriam Durand qui représente Moody's est ici pour nous parler des nouveaux risques auxquels nous sommes confrontés qui modifient notre perception de l'investissement.

MYRIAM DURAND — Nous avons vu émerger ces dernières années des nouveaux risques qui créent de nouvelles incertitudes. Il y en a un qui est évident, c'est le risque environnemental. J'ai eu l'immense privilège de participer à un panel, le jour de l'ouverture de la COP 21, en 2015. Au vu des gens qu'il y avait dans la salle, il était clair que le monde financier s'était réveillé sur le fait que l'écologie n'était plus simplement une histoire d'écolos qui élevaient des chèvres dans le Larzac, mais une nécessité impérative de financer quelque chose d'important. Cela pose la question du *quantum* de dettes et de projets à financer. Cela pose aussi une question de temporalité. En 2015, Moody's a publié une longue étude sur toutes les classes de dettes qui se montaient à

environ 70 000 milliards de dollars de dettes notées en prenant en compte les cinq risques environnementaux classiques : pollution de l'air, pollution du sol, CO_2, risques de cyclone et de désastres naturels divers. Sur ces 86 secteurs et 70 000 milliards de dettes, il y en avait déjà 2 000 milliards qui impactaient les notes, les *ratings* financiers. La transition était donc déjà en route et commençait à impacter les sociétés, essentiellement dans le minier ou les *utilities*, mais nous avions perçu une émergence des risques dans des secteurs qui n'étaient pas encore capturés par les marchés financiers. Nous avons remis cette étude à jour en 2018, le *quantum* de dettes a encore augmenté. Il y a donc une question de *quantum* de dettes, et de risques dans le E de ESG[1], mais on voit aussi émerger des risques nouveaux dans le S ou dans le G, qu'on a du mal à quantifier ou à analyser.

Il y a d'autres types de risques et Philippe Trainar y a fait allusion. Ce sont tous les risques « cyber ». Des sociétés françaises ont été impactées dans les années précédentes, ainsi que le NHS en Angleterre. Aux États-Unis, Equifax[2] a dû passer une provision de 700 millions de dollars liée à l'impact d'un certain nombre de cyber risques qui se sont matérialisés ces dix-huit derniers mois. La quantification de ces risques est compliquée.

Il y a d'autres risques plus ou moins liés à ceux que je viens de citer : les risques de crimes financiers, les risques de chaînes d'approvisionnement. Les sociétés les ont vu arriver, mais ont encore du mal à les appréhender.

Cela pose un deuxième défi qui est le défi de la temporalité, notamment dans toute la sphère de risques environnementaux. Ceux qui ont un peu suivi la COP 21 ont certainement lu le discours de Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre qu'il a intitulé *Tragedy of the Horizon* dans lequel il expliquait en gros que nous prenons tous des décisions d'investissement sur un horizon

1. Critères ESG = Critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

2. Equifax : originellement société d'évaluation de la cote de crédit, c'est-à-dire de la solvabilité et de la capacité de remboursement d'une personne ou d'une entreprise souhaitant accéder au crédit à la consommation.

de temps relativement court, alors qu'en fait, l'incertitude et les risques sont liés à des développements extrêmement longs. Même si on est d'accord avec le postulat que cela va prendre du temps, la question est celle du type de scénario que nous regardons. Même les pays signataires de l'accord de Paris ne sont pas tous d'accord sur le type de scénario: deux degrés, moins de deux degrés, plus de deux degrés ? En tout cas, on est bien au-delà de l'univers classique de temporalité surveillé par le monde des investisseurs. Cela donne naissance à un certain nombre de défis qu'il faut relever : analyser cette temporalité, regarder une analyse qui est par essence complexe. Chez Moody's, on regarde évidemment l'aptitude à rembourser la dette. C'est la base de l'analyse de *rating*.

On peut aussi être impacté par des facteurs qui ne sont pas forcément financiers. Comment les analyser, sachant qu'on n'a pas forcément d'indicateur contrairement à la comptabilité ? Il y a trente ans, chaque pays avait ses normes comptables, aujourd'hui elles sont relativement standardisées. Mais dans le monde de l'écologie, il n'y a pas de standards. Comment établit-on des standards ? Comment établit-on des indicateurs qui soient tous utilisés plus ou moins de la même manière par le marché ?

Cela donne lieu à une troisième difficulté, notamment pour les marchés financiers, celle d'y associer un coût, donc un prix. Par exemple sur le marché des obligations vertes, il y a assez peu de différence de *pricing* entre un bon *green* et un bon *non green*, en partie peut-être parce qu'il n'y a pas de standard, en partie peut-être aussi parce qu'il y a tellement d'émetteurs, que la demande n'est pas encore calée par rapport à l'offre. En tout cas, le fait est que pour le moment, il n'y a pas de différence de coût particulièrement notable.

La quatrième question que cela pose est de savoir comment on peut apprécier et influencer ces comportements. On peut faire cocorico, parce que pour une fois, la France est vraiment très en avance sur ces sujets et pas uniquement parce que le Président des États-Unis a décidé de se retirer de l'Accord de Paris. Le monde des investisseurs notamment s'est réveillé assez tôt sur le fait qu'il allait falloir participer de manière assez active à cette transition.

Dans ce contexte, quel est le rôle du régulateur ? À la Commission européenne, il y a eu les travaux du *high-level expert group* qui a donné lieu à un *technical expert group* qui a rendu des conclusions. Tout le monde y travaille. Qu'est-ce que cela va donner ? Vers quel type de standardisation allons-nous arriver ? Ensuite, il y a les forces du marché. Avec Michael Bloomberg, Mark Carney a lancé la TCFT, la *task force* qui a étudié la *disclosure* non financière. Elle a rendu des travaux et fait des préconisations. Maintenant, il faut que les marchés financiers et les acteurs privés se saisissent de ces travaux et qu'ils en fassent quelque chose. Que vont-ils en faire ?

Il y a enfin l'émergence de nouveaux produits, de nouvelles innovations qui sont des risques, mais qui sont très probablement des opportunités : l'univers *big data*, l'univers de l'intelligence artificielle. Qu'est-ce qu'on en fait collectivement ? Qu'en font les entreprises ? Qu'en font les agences de notation, les agences extra financières ? Qu'en fera le régulateur ? Cela donne de nouvelles données, mais cela donne aussi lieu à de nouveaux produits. J'ai parlé des obligations vertes, il y a aussi des *green loans*, des *social loans*, des *sustainability loans*. Cela crée des risques et très probablement aussi des opportunités.

SÉBASTIEN LE FOL — Nicole Notat, en tant que présidente de Vigeo Eiris, l'agence de notation sociale et environnementale, quel est votre regard sur la question ?

NICOLE NOTAT — Renouer avec la confiance me semble être un thème d'une grande actualité. Si on cherche à renouer avec la confiance, cela veut dire qu'on doit être entouré de beaucoup de défiance. Je voudrais parler d'un type de défiance qui ne se mesure ni à travers des algorithmes, ni à travers des équations mathématiques, mais qui est bien présent en France et dans le monde d'aujourd'hui, à savoir la défiance à l'égard des élites et de la globalisation en général. Aujourd'hui, énormément de gens ont le sentiment de ne pas avoir leur juste part de la croissance, qu'il y a une forme de relégation, d'absence de perspective. Cela se développe d'ailleurs plus dans les pays développés que

dans les pays en développement, parce dans ces pays on assiste à un recul de la pauvreté et une amélioration de la richesse. Finalement, aujourd'hui, les gens se disent à tort ou à raison que les dégâts sont pour tout le monde, alors que les bénéfices ne sont que pour quelques-uns. Cette défiance est bien sûr dirigée vers les politiques, toutes les élites, mais aussi vers l'entreprise. C'est d'ailleurs ce qu'on avait relevé dans le rapport, avec Jean-Dominique Senard qui est venu en parler ici l'année dernière[3], à savoir qu'il y a un grand besoin de renouer la confiance avec les entreprises et la finance, car la finance n'a pas non plus très bonne presse et est parfois considérée comme la source de tous nos maux.

C'est d'autant plus inquiétant qu'en même temps nous avons l'impératif de réussir des transformations d'envergure, de trouver des solutions pour une croissance durable, verte, inclusive. J'insiste sur « inclusive », car avancer vers la finance verte ou des transformations d'entreprises qui vont dans ce sens sans se préoccuper des retombées sociales, des impacts sociaux, c'est se renvoyer des freins, se renvoyer des risques, au moins de recul ou de retard sur les transformations qui doivent être conduites impérativement et urgemment.

Mais il y a des gens qui bougent. C'est le cas des entreprises. Dans les entreprises qui ont fait leur Assemblée générale ces derniers mois, le thème principal arrivé en tête des discussions est celui de la raison d'être avec cette question de chacun « Finalement, à quoi je sers ? Quelle est l'idée que je me fais de mon métier, de mon travail ? Qu'est-ce que je donne comme garanties ? » C'est un signe pour les entreprises. Je suis bien placée pour dire que dans le domaine des finances aussi, les pratiques bougent. Il y a de l'investissement responsable, de l'investissement vert, de l'investissement qui intègre ces préoccupations et ces enjeux fondamentaux en intégrant la notion de temporalité. Il faut d'ailleurs sans doute revisiter les horizons de temps de l'investissement et examiner les conditions dans lesquelles la finalité et l'objet de ces investissements sont pris en compte.

---

3. Les Actes 2018, Acte I page 199.

Je voudrais lire une citation de Larry Fink, le patron de BlackRock, grand fonds de gestion passive. Il est intéressant qu'un Américain nous parle de la raison d'être qui est née en France. Cela veut dire que pour une fois, nous avons peut-être eu la possibilité d'inspirer d'autres acteurs que les Européens. Il dit : « Chaque entreprise a besoin d'un cadre pour naviguer. Cela doit débuter par une incarnation concrète de la raison d'être dans le business model et dans la stratégie de l'entreprise. » Je vais y venir, on pourrait presque mettre « et dans la stratégie de l'investisseur ». Je continue : « La raison d'être n'est pas qu'un slogan ou qu'un argument marketing, c'est le motif essentiel de l'existence d'une entreprise. La raison d'être, ce n'est pas seulement la recherche du profit, c'est la force motrice pour le réaliser. » C'est Larry Fink qui dit cela et on a envie de lui dire : « Chiche ! » Je crois profondément que la perception à la fois de l'entreprise et de la finance aujourd'hui chez beaucoup de nos concitoyens, et pas seulement en France, participe à la réussite des transformations.

Oui, on parle de création de valeur durable, de nouvelle croissance soutenable, verte et inclusive, mais cela ne se sait pas assez. Il est peut-être temps de réfléchir aux conditions dans lesquelles on peut davantage donner à voir, davantage permettre à des gens qui n'y croient pas d'être persuadés. Tous ne changeront pas d'avis, ce n'est pas la question, mais tout ce qui contribue à donner une autre image, une autre perception est bon à prendre.

SÉBASTIEN LE FOL — Jean-Jacques Barbéris, en tant que représentant ici du Groupe Amundi et membre du Directoire Eurazéo que répondez-vous à Nicole Notat ?

JEAN-JACQUES BARBÉRIS — Si la finance française a pu inspirer ces propos à Larry Fink, nous en sommes très fiers. Nicole Notat dit que sur un certain nombre d'enjeux, la bataille ne sera gagnée qu'à partir du moment où nous ferons la démonstration que c'est effectivement de notre responsabilité fiduciaire de les intégrer. Je vais prendre un exemple, avant de rentrer un peu dans le détail, mais typiquement sur la question climatique évoquée

par Myriam Durand, si la conversation avec les investisseurs a fondamentalement changé depuis plusieurs années, c'est parce qu'aujourd'hui, la discussion que nous avons nous gérants, avec nos investisseurs, est justement une conversation qui porte sur les risques. Fondamentalement, on peut dire à un investisseur : « Si vous ne prenez pas cet élément en compte, vous embarquez un risque à l'intérieur de votre portefeuille. Vous devez le prendre en compte et c'est votre responsabilité fiduciaire de le prendre en compte vis-à-vis de vos mandants. » Quand ce débat outre-Atlantique aura été définitivement tranché, à ce moment-là, il y aura un changement de paradigme réel. Aujourd'hui, la conversation que nous avons ne porte pas sur des thématiques d'éthique mais sur des thématiques financières. C'est en procédant de cette manière qu'on arrive à mobiliser massivement des capitaux.

Je vais donner un exemple de fait stylisé avec ce qu'on appelle la gestion passive. C'est une gestion où on réplique des indices de marché. 70 % des appels d'offres en Europe sur la gestion passive intègrent aujourd'hui des critères ESG. J'imagine que personne ne le sait, mais d'une certaine manière, cela montre que l'industrie est en train de bouger. C'était pour répondre au « Chiche ! » En effet, il y a une prise de conscience et de responsabilité des investisseurs qui est en train de se mettre en place et du côté des gérants, c'est de notre responsabilité d'accompagner les investisseurs en la matière.

Quand je donnais des cours d'économie, j'expliquais à mes étudiants qu'il fallait toujours commencer par les faits stylisés. Je ne sais pas si c'est encore la bonne méthode, mais je trouve que c'est utile pour essayer de répondre à la question de départ, c'est-à-dire comment investir face aux incertitudes ? Cela peut paraître une évidence, mais aujourd'hui, les incertitudes décrites par Myriam Durand pèsent-elles sur l'investissement et la manière dont les investisseurs investissent ? La réponse est oui. On le voit de manière très claire. Deux chiffres, l'un concerne les investisseurs institutionnels et l'autre les investisseurs particuliers ; dans les deux dernières années, en Europe, les investisseurs institutionnels ont assez sensiblement augmenté leur allocation en *cash*. Cela

veut dire qu'ils sont en position d'attente. Quand on regarde les investisseurs particuliers, en France, dans les deux dernières années, on a une augmentation massive de l'investissement dans les dépôts à vue et plutôt de la réduction dans des fonds actions ou autres qui ont une dimension plus long terme. Cela veut dire qu'effectivement, aujourd'hui, l'environnement d'incertitudes décrit par Myriam pèse sur l'investissement de long terme. On le voit de manière très claire.

Je reviendrai sur la différence entre incertitudes et risques, parce que c'est important et c'est une des clés de la question. Dans les incertitudes que mentionnent les investisseurs, il y a évidemment l'incertitude géopolitique, la transition de pouvoir entre les États-Unis et la Chine. C'est une évidence. Il y a le risque macroéconomique, notamment la très bonne question de savoir où on en est dans le cycle. Je serais curieux de connaître la réponse des collègues autour de la table, c'est une question compliquée, surtout dans l'environnement actuel des taux. Une question fondamentale porte sur les moyens de relancer la croissance potentielle qui est à des niveaux historiquement bas, notamment en Europe. C'est aussi toute la question de l'investissement face aux nouveaux défis, notamment le changement climatique. Aujourd'hui, ces incertitudes pèsent sur l'investissement et cela confirme la théorie historique. On crée des indices d'incertitude sur les marchés et quand ces indices augmentent, cela se traduit mécaniquement par de la volatilité, des rendements en moins et donc des investissements.

Que faire dans cet environnement ? En fait cette question renvoie à une autre qui est de savoir comment on revient au cœur de la théorie économique c'est-à-dire comment on passe de l'incertitude au risque. Il y a un excellent livre de Frank H. Knight en 1921, *Risk, Uncertainty and Profit*, qui est le premier à avoir fait la distinction entre les deux et qui montre que la différence entre le risque et l'incertitude, c'est que le risque se mesure, se probabilise et donc inversement peut s'assurer, tandis que l'incertitude est quelque chose contre quoi on ne sait pas s'assurer, vis-à-vis de quoi on ne sait donc pas investir. Pour moi, la vraie question

est de savoir comment on essaie de réduire l'incertitude, pour la transformer en risque. À ce moment-là, on peut mesurer le risque et voir s'il sera rémunéré. Il y a plusieurs manières de faire, plusieurs techniques. D'abord, on peut allonger l'horizon de temps. Si on est plus long, par définition, on a plus de capacité à investir dans un environnement incertain. Cela pose un certain nombre de questions, notamment dans un contexte où l'industrie est organisée plutôt pour le court terme. Il y a la possibilité de diversifier, mais aujourd'hui, la difficulté est que dans l'environnement de taux actuel, dès qu'il y a un peu de diversification, tout le monde se précipite et à la fin, tout converge vers des taux de nouveau très bas.

Il reste encore une question qui pour moi est très importante, celle d'avoir des données permettant de réduire les incertitudes et de les transformer en risques. Sur le climat, on commence à y arriver, mais il y a une vraie bataille intellectuelle à mener, pour être capable d'avoir des données qui permettent de traiter certains des nouveaux enjeux qui se profilent. La question sociale est chère à Nicole Notat, mais aujourd'hui, on a des conversations avec des investisseurs qui ont bien conscience que la question des inégalités sociales a des conséquences sur les modèles de démocratie libérale et est potentiellement destructrice de valeur. Qu'avons-nous comme données pour faire face à cela ? Comment investir ?

Il est fondamental de continuer à amener de la recherche et de la bataille intellectuelle, pour réussir à réduire ces incertitudes, à les transformer en risques et à partir de là, les intégrer dans la manière dont on investit. Encore une fois, c'est à partir du moment où nous considérons que ces risques participent de notre responsabilité fiduciaire, que nous faisons bouger les investisseurs.

SÉBASTIEN LE FOL — Philippe Setbon, vous représentez Groupama Asset management ainsi que l'AFG. Comment réagissez-vous aux propos de Jean-Jacques Barbéris ?

PHILIPPE SETBON — Je crois que nous avons déjà fait nôtre le « chiche ! » de Nicole Notat. Comme Jean- Jacques Barbéris l'a fait remarquer, nous sommes déjà engagés dans ce processus. Si

on prend les cinquante premières sociétés de gestion de la place de Paris, toutes ont une politique d'investissement responsable déjà affichée et qui les engage. Cela représente à peu près 75 % des actifs gérés en France. Ce n'est pas rien.

Je propose d'aborder le sujet de cet investissement face aux incertitudes ou avec elles en vous parlant de vous et de moi. Depuis le début de ces Rencontres, j'entends que les banques font mal leur travail, que la finance est responsable de beaucoup de choses. C'est vrai depuis longtemps, sauf que beaucoup de choses ont changé rapidement et que tout s'accélère encore. Finalement, l'investissement, l'orientation des investissements dans les entreprises, la façon dont on flèche ces investissements dépendent beaucoup de la façon dont on épargne. Si vous et moi laissons notre argent sur des comptes courants en livret A ou en SICAV monétaires, il y a peu de chances qu'à l'arrivée, cela se retrouve dans des projets économiques de moyen et long terme. J'enfonce une porte ouverte mais elle n'est pas si ouverte que ça et je vous propose que nous y réfléchissions ensemble et que nous évoquions l'autre face de la pièce, la partie investissement qu'on ne peut pas décorréler de la partie épargne car l'épargne se transforme en investissement et ainsi de suite. Au passage, il peut y avoir de l'endettement qui donne un peu plus de poids à l'épargne, mais on a absolument besoin d'épargne e il est crucial de l'orienter correctement.

Il y a les incertitudes et les risques, mais cela a toujours été le cas et c'est la norme de notre vie sur terre depuis toujours. Je prends un exemple récent. On a eu un passage des années 90 où une superpuissance a imposé son modèle, sa puissance économique et militaire au monde entier, mais la norme est bien l'incertitude et le risque. Dans les années 70, Bretton Woods a modifié de grandes choses dans l'ordre mondial, ensuite on a eu le Watergate et un Président des États-Unis qui a démissionné. On a eu le Vietnam, la guerre israélo-arabe, deux chocs pétroliers et l'Afghanistan. Je crois qu'en termes de risques et de bruit sur les marchés financiers notamment, nous avons eu notre dose dans les années 70. Pourtant, le système est toujours là et l'investissement en actions s'est

révélé le meilleur rendement sur le long terme. Évidemment, le cumul de ce type d'incertitudes des éléments structurels tel que le vieillissement de la population produit des normes qui nous incitent de plus en plus à regarder l'extrêmement court terme. On valorise les actifs au jour le jour, on est donc dans quelque chose de proactif en termes d'occurrence de risques. C'est vrai en France où le très faible niveau d'éducation économique et financière induit une acceptation de perte en capital qui est devenue quasiment nulle. Il faut certes se rappeler les deux dernières grandes crises financières de 2008 et du début des années 2000, il n'en reste pas moins que notre niveau d'acceptation de perte en capital est à un niveau historiquement bas. Faut-il s'en étonner dans un pays qui a gravé le principe de précaution dans sa constitution.

Notre acceptation du risque est donc très faible mais nous avons les mêmes besoins qu'avant : épargner pour nos enfants, pour leurs études, pour acheter notre résidence principale, pour préparer notre retraite. On a de multiples besoins d'épargne et des projets à court terme, à moyen terme et à long terme. Je vous ferai trois propositions et j'émettrai deux souhaits.

La première proposition est essentielle et j'enfonce encore une porte ouverte. Il s'agit de faire correspondre la durée de l'investissement à la durée du projet et donc l'offre d'épargne à cette durée. Si l'objectif est la retraite, on n'investira pas en SICAV monétaires ou en produits très courts qu'on tourne tous les deux ans. Cela paraît évident, mais on avait un déficit de ce côté-là. Tant mieux, la loi PACTE et l'évolution de l'offre d'épargne retraite en France vont corriger cette mauvaise orientation de notre épargne, c'est un élément majeur et structurant.

La deuxième proposition a été évoquée assez largement, mais elle est majeure aussi. Il s'agit de savoir comment investir en gérant à la fois le risque et les opportunités, dans des projets de moyen et long terme correspondant à cette durée d'investissement et de projets. Là, il n'y a pas de doute, la finance durable est la réponse à cela. On ne sait pas de quoi demain sera fait. Si on analyse correctement les risques et qu'on prend en compte des opportunités offertes par cette finance durable, on devrait

normalement répondre favorablement aux attentes de rentabilité et du couple rendement-risque attendu par les épargnants.

Cela a été mentionné, mais j'insiste là-dessus, la finance durable, ce sont bien plusieurs piliers. Elle est capable de répondre à la transition énergétique, à la transition démographique et à la transition numérique. Si on ne s'intéresse pas aux trois en parallèle, on déséquilibre l'ensemble. L'urgence climatique est prise en compte, à juste titre. D'ailleurs, on en entend désormais parler à toutes les heures, dès le réveil. C'est un sujet central. Mais attention, si on ne traite que l'urgence climatique, on a un déséquilibre, y compris en termes de prix d'actifs. Si vous orientez l'ensemble des investissements au même moment sur une petite partie d'investissements potentiels, vous créez une bulle d'actifs et le résultat est connu à l'avance : il sera désastreux et contre-productif pour la transition énergétique.

La troisième proposition est de développer l'éducation financière. C'est essentiel. L'association avec laquelle je travaille de temps en temps est en train de réfléchir à ce sujet avec la Banque de France.

J'en viens maintenant à mes deux vœux. Il y en a un que nous maîtrisons et qui est dans nos mains. J'en appelle à nos gouvernements qu'ils soient domestiques, européens, ou dans les autres pays, s'il vous plaît, donnez-nous de la stabilité législative et fiscale, ingrédient de base de la perception de l'incertitude. Je ne vois pas comment on peut bâtir une épargne à dix ans, quinze ans, en l'absence de stabilité fiscale ou en présence de sur-transposition des règles européennes.

Mon dernier vœu est la fin du monde à taux zéro. Avoir des taux d'intérêt à zéro, donc un coût du capital à zéro et pour longtemps est absolument déraisonnable. C'est la porte ouverte à n'importe quoi. Nous sommes en train d'entrer dans le n'importe quoi. Imaginons que j'aie une entreprise dans le même secteur que la vôtre. La vôtre est bien gérée, elle est performante, elle a un produit performant ; la mienne est mal gérée, mal organisée, elle a un produit peu performant. Et pourtant, aujourd'hui, au moment où nous parlons, elles ont à peu près les mêmes taux de refinancement.

C'est totalement déraisonnable. Les taux zéro, le coût du capital à zéro amènent une mauvaise allocation du capital économique et financier. Sortons-en. Bien sûr, c'est plus facile à dire qu'à faire. On n'arrivera pas à sortir rapidement de cette situation. Puisqu'on ne peut pas en sortir tout de suite et qu'on ne sait pas à quel moment on pourra le faire, il faut adopter une règle : la diversification. Diversifier nos actifs est la seule façon d'avoir un rendement à la hauteur du risque pris, premièrement. Deuxièmement, faites confiance à la gestion collective. Qu'elle soit chez Jean-Jacques Barbéris, chez moi ou dans un domaine d'investissement plus direct, la gestion collective est supérieure en termes de gestion du risque.

OLIVIER MILLET — Je vais revenir sur plusieurs idées, peut-être un peu iconoclastes, mais je précise que je suis membre du Directoire Eurazeo, ancien président de France Invest qui est le pendant de l'AFG dans l'univers du non coté et que je suis également membre du Conseil exécutif du MEDEF. C'est avec ces diverses casquettes que je m'exprime aujourd'hui en conscience pour vous dire plusieurs choses. Dans les choses importantes qui ont été dites, le temps long est probablement la clé d'entrée de toutes les formes de raisonnement. À partir du moment où on remet du temps, on peut gérer les incertitudes et les risques. La pasteurisation de l'économie, la congélation de l'économie auxquelles nous assistons à coups de réglementations notamment, emmènent collectivement toute notre épargne vers quelque chose qui ne peut pas produire de rendement. Est-ce qu'on va demander une liquidité tous les soirs à un investissement. Prenons un exemple assez simple : est-il rationnel d'imaginer qu'un immeuble est vendable tous les soirs ? La réponse est non. Dans l'investissement dans une entreprise, dans un projet, si je veux affronter les aléas, je suis obligé d'avoir et d'accepter du risque. On a un vrai problème structurel qui est la durée pendant laquelle l'épargne est autorisée à s'investir. C'est le premier point.

Deuxièmement, dans les grandes sociétés qui collectent l'épargne, on est en train de remplacer massivement des humains

par des algorithmes permettant d'entrer et de sortir au bon moment, algorithmes créés, certes, par des mathématiciens issus de nos meilleures Grandes écoles, tout cela parce que qu'on met la gestion d'actifs sous pression en allant vers quelque chose de déraisonnable qui est de ne plus donner d'argent à la gestion.

Il se trouve que j'ai de bonnes nouvelles à partager. Le monde ayant horreur du vide, le monde du non coté ne se contente plus de financer la PME de Romorantin. Autrefois une vraie boîte était cotée. À mon âge, on a connu le second marché. On entrait en bourse assez rapidement, pour aller se financer. Apple est entré en bourse quatre ans après sa création. Aujourd'hui, les start-ups technologiques américaines mettent plutôt huit ou neuf ans. L'accès au vrai marché, au grand marché – je suis très respectueux et pas ironique du tout en disant cela –, se situe à Paris entre un et deux milliards, à Londres entre deux et trois milliards, à New York entre trois ou quatre milliards… Mais qu'est-ce qu'on fait pour les sociétés qui ne valent pas un, deux, trois, quatre milliards ? Respectons les banques pour ce qu'elles font, c'est-à-dire du crédit. Une banque n'est pas payée pour prendre du risque, mais pour prêter de l'argent. Ce sont les actionnaires qui sont là pour prendre du risque. Qu'est-ce qu'on fait ? La nature ayant horreur du vide, les entreprises n'étant plus les bienvenues en Bourse, le marché du non coté s'est développé. L'une des nombreuses bizarreries de notre pays est que nous avons congelé le capital avec l'ISF, spolié le capital avec l'ISF et depuis pas très longtemps, nous sommes en train de décongeler tout cela.

Dans les trente années où on a fait absolument n'importe quoi sur le sujet, on a fabriqué l'industrie du non coté la plus dynamique d'Europe. On a fabriqué 320 boutiques qui apportent un million, 10 millions, 100 millions, 500 millions à des entreprises, des start-ups pour en faire des plus grosses sociétés et peut-être de temps en temps des licornes, pour accompagner des PME et faire des ETI. Pourquoi on est arrivé à cela ? Parce qu'on a remis des humains.

Nos amis de Polytechnique n'ont toujours pas inventé l'algorithme de la confiance, et c'est peut-être une bonne nouvelle.

Face aux risques et aux aléas, il faut remettre des humains dans le système et remettre de la confiance. Je confie mon argent à Philippe Setbon ou à Jean-Jacques Barbéris, parce que je les connais et qu'ils m'inspirent confiance. Ensuite, à eux de faire le travail, d'être capables d'arbitrage, d'être des investisseurs fondamentaux. La gestion passive me sort par les yeux, c'est une inutilité économique massive. La réalité est qu'on est en train d'embarquer l'épargne dans quelque chose qui ne sert à rien pour financer à court terme quelque chose qui ne sert à rien non plus alors qu'il faut remettre de plus en plus d'argent dans un système long permettant de rentrer dans l'acceptation de la vie, c'est-à-dire de vivre des aléas. Les gens qui investissaient juste avant la révolution industrielle du charbon, du chemin de fer, etc., n'étaient pas mieux lotis que nous. Certains ont pris des risques, certains n'ont pas pris de risque. Chaque fois, à chaque étape de la vie économique, de la vie tout court, il y a des risques, des incertitudes. On peut raisonner, réfléchir, mesurer, mais à un moment donné, il faut remettre des investisseurs, des humains, pour apprécier un risque. Tout le problème est qu'en pasteurisant le système, on refuse qu'un humain puisse se tromper, alors qu'on est à un moment où il va falloir faire des arbitrages, prendre des risques, aller vers des entreprises qui sur le papier ne sont peut-être pas encore aux meilleurs standards, ne sont peut-être pas encore notées par Moody's, – malheureusement ou heureusement pour elles – je n'en sais rien, parce qu'on croit dans le secteur en question, dans cette équipe de management, dans ce dirigeant et on s'engage avec lui dans un partenariat pour lui apporter du temps, beaucoup d'argent, parce que plus il y a de risques, plus il faut investir. Ce n'est pas en désinvestissant, qu'on va affronter les risques. On a parlé des investissements technologiques, des investissements pour que les entreprises s'adaptent à leur empreinte environnementale. Il faut énormément d'argent et voilà que c'est à ce moment-là que la Bourse dit : « Ah non, les gars, vous n'avez plus le droit de venir en Bourse. Revenez quand vous serez très gros. »

On voit bien que c'est grave et que ce n'est pas grave. Je crois que ce n'est pas grave, parce que les entrepreneurs, les entreprises sont

en train de trouver d'autres façons de financer leur transformation, leur croissance, leurs risques et que plus on aura d'humains dans le système – même si on peut aussi avoir des notations –, plus on pourra avancer et affronter les risques.

SÉBASTIEN LE FOL — Madame Durand, est-ce que vous avez un commentaire à faire ?

MYRIAM DURAND — Ce sont des humains qui font les notations et c'est très important. Je suis d'accord sur le fait que les plus petites sociétés ne bénéficient pas forcément de notations. Ce n'est ni bien ni mal, c'est comme cela, mais il faut des humains, pour analyser les risques. Remplacer des humains par des algorithmes qui vont faire du *scoring* en vous disant que votre *rating* financier est de tant ou que votre *rating* ESG est de tant, parce qu'un fichier Excel ou un super-algorithmique l'a calculé, c'est une hérésie. C'est une opinion qui doit se développer. Cela prend du temps, demande de vraies compétences de comparabilité, etc.

JEAN-JACQUES BARBÉRIS — Je voudrais revenir sur la question posée par Olivier Millet sur la gestion passive, pas forcément exactement pour répondre à sa question, mais pour revenir à ce qu'il a dit au début qui est que le point central du raisonnement est la question de l'horizon de temps. Si vous avez des types de gestion qui se développent, c'est notamment en lien avec la manière dont les investisseurs rapportent selon un horizon de temps donné les performances des investissements qu'ils réalisent vis-à-vis de leur gouvernance. À partir du moment où vous êtes sur des temps courts, par définition, vous incitez massivement les uns et les autres à essayer d'arguer devant leurs gouvernances respectives qu'ils ont répliqué la performance du marché. Fondamentalement, c'est exactement la question posée, à savoir comment on le remet du temps dans tout ça. Un financier assez célèbre a dit une chose un peu inattendue pour un financier : « La seule chose qui ne s'achète pas, c'est le temps. » C'est Warren Buffett !

SÉBASTIEN LE FOL — Nous avons parlé de l'investissement dans les économies prospères avancées. J'aimerais que nous écoutions maintenant le point de vue d'un Africain, Moussa Touré, qui dirige une agence d'investissement *Invest in Mali*.

MOUSSA TOURÉ — J'ai écouté attentivement tout ce qui a été dit et c'était très intéressant. Évidemment, en ce qui concerne le Mali ou l'Afrique, nous n'en sommes pas encore là. L'avantage est qu'on tire toujours les leçons de ce que les économies les plus développées pratiquent. Cela nous permet de sauter le pas. C'est le cas de tout le développement autour des nouvelles technologies. Aujourd'hui, dans ce domaine, l'Afrique fait partie des zones les plus dynamiques. Quand on parle de portefeuille électronique, c'est en Afrique qu'on a le plus grand nombre d'utilisateurs.

Pour revenir à la question posée, je crois qu'il y a effectivement une différence entre l'incertitude et le risque. En Afrique, on a déjà dépassé le stade de l'incertitude et on parle plutôt de risque, du risque africain, du risque en Afrique. En plus des nouveaux risques qui ont été évoqués, ceux qui relèvent des risques climatiques nous concernent plus particulièrement et sont susceptibles d'impacter un grand nombre de projets d'investissement en Afrique. Ces risques, il faut évidemment les intégrer.

Nous faisons face à d'autres risques – que vous, vous avez dépassés ici – qui inquiètent des investisseurs potentiels, ce sont les risques liés à l'instabilité politique, à la sécurité, même si aujourd'hui, la sécurité est une question mondiale et pas seulement africaine et encore moins malienne. Je parle aussi des risques d'autre nature, que j'appellerais des risques de méconnaissance, méconnaissance de l'Afrique, méconnaissance des acteurs. Si je prends par exemple les banquiers, jusqu'à il y a quelques années encore, ce n'était pas la peine d'amener un projet dans le domaine de l'agriculture à un banquier. Jamais il ne vous aurait suivi, tout simplement parce qu'il n'avait pas la connaissance de ce secteur. Aujourd'hui, les banques, les financiers sont en train de s'engager pour acquérir les compétences dans ces domaines qui sont les secteurs prioritaires de développement pour nos pays.

Cette question m'amène à me poser deux petites questions : est-ce que, *in fine*, cette notion de risque ou d'incertitude n'est pas exagérée ? Est-ce qu'à travers le monde aujourd'hui, on n'amplifie pas trop, il n'y a pas une sur-évaluation par les spécialistes de l'évaluation des risques? Je dis cela, parce que personnellement, j'ai le sentiment qu'aujourd'hui, le nouveau monde veut tout maîtriser. On veut tout contrôler, alors que l'investissement en lui-même est par essence une prise de risque. N'y a-t-il pas un paradoxe à ce niveau ? J'ai parlé de la méconnaissance, mais cette aversion au risque est en train de se développer de plus en plus à travers le monde. Tout cela, ce sont des choses qui font que la question me paraît pertinente : n'exagérons-nous pas, lorsque nous parlons de risques ou d'incertitudes ?

Il y a un certain nombre de paradoxes, qu'il me paraît important de partager avec vous. L'Afrique est aujourd'hui enviée, quand on parle de rythme de développement, de croissance économique. C'est le prochain eldorado du monde en termes de développement économique, là où nous avons des taux de croissance à deux chiffres. Je crois que la France qui m'accueille aujourd'hui serait très heureuse d'avoir des chiffres similaires. En même temps, c'est la zone où il y a le moins d'investissements, alors que c'est là qu'il y a les plus gros besoins. Il y a un vrai paradoxe à ce niveau.

Le deuxième paradoxe concerne le capital. En Afrique, particulièrement au Mali, les banques sont extrêmement liquides. Elles ont beaucoup d'argent, comme les acteurs privés d'ailleurs, mais elles prêtent très difficilement. L'accès au financement pour les projets est certainement l'un des freins majeurs aux investissements en Afrique, alors que l'argent est là. Ce paradoxe aussi doit être intégré dans la réflexion globale.

À côté de cela, je l'ai dit, l'Afrique est certainement la zone où il y a les plus grosses opportunités d'investissement et ces opportunités sont multisectorielles, quelle que soit l'activité que vous prenez, quel que soit le domaine, que ce soit l'industrie, le service ou autres, tout est à faire en Afrique.

Je voudrais profiter de cette tribune pour dire qu'indépendamment des risques spécifiques à l'Afrique qui peuvent exister et être

partagés avec le reste du monde, venez investir en Afrique. C'est là où les choses vont se passer les prochaines décades de notre civilisation. Parce que le risque est plus important, les retours sur investissement sont meilleurs que ceux que nous enregistrons en Europe ou ailleurs dans le monde. C'est certainement une zone où nous avons encore des notions de base. Il faut restaurer la confiance. Quand on investit, on a d'abord confiance en quelqu'un, on lui donne son argent et cette valeur est encore prédominante dans notre zone. Nous n'avons pas besoin de reconstruire cela, la porte est ouverte et une structure comme la nôtre, l'Agence pour la Promotion des Investissements au Mali est là pour vous accompagner et vous assister.

SÉBASTIEN LE FOL — Philippe Setbon, est-ce qu'on joue à se faire peur ?

PHILIPPE SETBON — Je ne me permettrais pas de parler de l'investissement en Afrique aujourd'hui, mais je ne suis pas totalement d'accord pour dire que l'investissement c'est le risque. En réalité, pour chaque niveau de risque que j'accepte ou que j'ai envie de prendre, je dois être rémunéré pour ce risque pris. Je dois avoir une hiérarchie dans ce qu'on appelle dans le jargon financier la prime de risque. À combien suis-je rémunéré au-dessus du taux considéré comme sans risque, s'il existe encore ? En tout cas, cette hiérarchie est importante. Aujourd'hui, elle est de plus en plus gommée par cette politique monétaire qui amène tous les rendements vers zéro. On ne peut pas travailler dans un monde où la hiérarchie du risque n'existe pas.

PHILIPPE TRAINAR — Il faut quand même bien voir que l'univers des risques a changé et que nous sommes confrontés à plus de risques, des risques internationaux, etc. De ce point de vue, on ne peut pas se dire qu'il n'y a pas d'opportunité, mais : « Attention, l'univers des risques a changé. »

Deuxièmement, concernant les taux d'intérêt, prenons garde. Effectivement, les politiques monétaires ont joué dans le sens de la

baisse des taux, mais en même temps, cette baisse des taux vient du fait que nous avons une aversion au risque plus élevée, que l'univers des risques s'est accru. Ce faisant, les primes de risque se sont élevées, parce que le capital s'est rapatrié des investissements risqués vers les investissements non risqués. Cela fait baisser les taux d'intérêt. Je crois qu'il s'agit là d'une vraie question et d'un vrai défi : on peut être optimiste, mais en même temps, il y a des situations à débloquer.

SÉBASTIEN LE FOL — Je recommande le travail d'un auteur que je trouve passionnant et très stimulant sur cette question qui est Nassim Nicholas Taleb[4]. C'est un ancien trader qui a écrit *Le Cygne noir* et *Antifragile*, dont le sujet est le rapport au risque et à l'imprévu dans nos sociétés. Il estime qu'il y a plutôt moins de risques aujourd'hui, que dans les années trente ou à une autre époque, mais surtout, que nous manquons de gens, d'êtres humains, de dirigeants prêts à jouer leur peau. Ce sont ses termes. Je m'adresse aux dirigeants que vous êtes : est-ce que vous êtes aussi prêts à donner l'exemple et à jouer votre peau, à assumer ces risques ?

OLIVIER MILLET — Nous faisons cela tous les matins. Évidemment, que nous sommes très exposés et nous le serons de plus en plus. Il est logique que l'on demande des comptes à la finance et il est logique que la finance rende des comptes, pas simplement à sa régulation. C'est la beauté de la période qui nous emmène vers une transparence où nous allons tous finir en string. Ce que je veux dire par là, c'est qu'on n'a plus d'autre choix que de sortir de la tranchée pour expliquer à quoi on sert. La raison d'être d'une entreprise, on la voit bien. Mais pour la raison d'être d'un fonds d'investissement, il va falloir arriver à expliquer à quoi ça sert ! Est-ce qu'un fonds d'investissement sert juste à fabriquer x % de TRI, en fonction d'un niveau de risques ? Est-ce qu'un fonds d'investissement, une société d'investissement qui investit dans une start-up,

4. Né en 1960 au Liban, statisticien et essayiste spécialisé en épistémologie des probabilités. Auteur entre autres de *Black Swann*, Random House, 2007 et de *Antifragile, Things that Gain from Disorder*, 2010.

une PME ou une ETI a une fonction supplémentaire par rapport à sa fonction fiduciaire ? Moi, j'ai une réponse tout à fait claire par rapport à cela, c'est que notre responsabilité s'est élargie. Nous gérons des quantités d'argent considérables. Nous devons accompagner les entreprises pour qu'elles se transforment et plus il y aura d'argent mis à disposition du talent managérial français, africain, peu importe, plus nous arriverons à affronter les risques, à transformer et à permettre à ces entreprises de services industriels d'apporter des solutions aux problématiques qui sont celles du monde d'aujourd'hui et sont différentes d'il y a trente ans ou cinquante ans. Je ne suis pas d'accord avec l'idée qu'il y a plus de risques aujourd'hui qu'hier. Les risques sont de nature différente. Ils peuvent être systémiques. Sur le réchauffement climatique, les problématiques environnementales, les problématiques sociales sont massives. Pour autant, l'entreprise et l'actionnariat des entreprises doivent fabriquer, contribuer à fabriquer des solutions. Les États seuls ne sont plus capables d'apporter les solutions aux problèmes qui sont devant nous.

PHILIPPE TRAINAR — Je crois qu'il ne faut pas non plus trop charger la transparence. Quelque part, la transparence contribue à la réduction des risques. Ce qu'on veut, c'est simplement que la contrepartie sache quel est le risque qu'on est en train de lui repasser. Je crois que c'est une bonne chose. Inversement, je crois qu'il faut faire attention à la régulation, parce qu'à certains moments, la régulation peut tirer au-delà de ce qui est nécessaire. Je prends un exemple dans l'assurance. La régulation est venue nous dire : « Les actions, c'est trop risqué. Ne prenez pas d'actions. » On charge en capital les actions dans des proportions très élevées et là, on crée de l'aversion collective au risque.

LA FINANCE PEUT-ELLE MIEUX SERVIR L'ÉCONOMIE ?

5

COORDINATION **Jean-Paul Pollin** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Marie-Anne Barbat-Layani** *(Fédération bancaire française)*
Michel Cicurel *(La Maison)*
Thierry Déau *(Meridiam)*
Luiz Pereira Da Silva *(Banque des Réglements Internationaux)*
François Riahi *(Natixis)*

MODÉRATION **Bruna Basini** *(Le Journal du Dimanche)*

BRUNA BASINI — La finance représente des milliards de dollars ou d'euros brassés par des millions de véhicules, d'institutions, banques centrales, banques tout court, les Bourses, les assureurs, les fonds d'investissement, les Fintech, etc. Tous peuvent apparemment mieux faire. L'économie aussi. Nous allons parler d'économie inclusive, d'économie durable, de normes prudentielles, de régulation, peut-être aussi de blockchain et de lutte contre les transactions illégales issues des circuits financiers.

JEAN-PAUL POLLIN — La «Grande Récession» qui a suivi la crise de 2008 a suscité une vague de reproches à l'égard de la finance. Mais à vrai dire, ce n'est pas dans les réponses à ces critiques qu'on trouvera les moyens d'améliorer la contribution du système financier à l'économie. Ce n'est pas simplement en réparant les dysfonctionnements observés (et déjà en partie corrigés) que l'on atteindra cet objectif. Le renforcement de la stabilité du système est naturellement important, mais la réponse à la question doit être plus englobante.

En ce sens, il nous semble que deux points doivent être évoqués : d'une part celui de l'efficience dans l'allocation des capitaux qu'opère le système financier, et d'autre part les coûts de fonctionnement que celui-ci fait supporter au reste de l'économie.

Si on met de côté la gestion des moyens de paiements, la fonction principale du système financier consiste à allouer vers les capitaux constitués par les agents primaires pour des motifs très divers, vers les emplois mieux à même de contribuer au bien-être collectif, afin de couvrir des objectifs plus larges que la rentabilité du capital ou la croissance des biens et services marchands.

De ce point de vue le système financier a de très longue date été accusé de comportements discriminatoires (insuffisamment inclusifs ?) dans l'offre de financements. On se souvient peut être que jusqu'à la fin des années 70, la France entretenait un régime de sélectivité du crédit pour améliorer l'accès aux financements de certains secteurs ou de certains types d'investissements (agriculture, logement, collectivités locales…). On continue du reste à estimer que les PME, les entreprises naissantes… rencontrent des difficultés en ce domaine. Et l'État met régulièrement en place ou réinvente des dispositifs pour tenter d'y répondre, sans qu'on puisse vraiment connaitre leur efficacité.

Ce problème est peut-être aujourd'hui plus sensible encore si on considère que l'une des explications souvent avancée de l'existence éventuelle d'une « stagnation séculaire » consiste à dire qu'elle viendrait d'un excès d'épargne sur l'investissement. Comme nous avons toutes les raisons de croire que ce ne sont pas les opportunités d'investissement qui manquent, il est logique de penser que la difficulté tient plutôt à ce que l'utilisation de l'épargne ne s'accorde pas avec la structure des financements que requièrent les investissements en question. Ce n'est pas que l'épargne est trop abondante, c'est qu'elle est mal affectée.

Cette inefficience a sans doute des causes diverses, mais elle vient pour une part d'une mesure et d'une gestion imparfaites des risques par le système financier qui tient surtout à un biais court-termiste de comportement qu'on lui reproche souvent. À l'évidence, l'horizon de la finance est en décalage avec l'horizon

stratégique des firmes et de bien d'autres décideurs. Ce point a été largement documenté et on en rend responsable la globalisation, la déréglementation et la montée en puissance de fonds d'investissement qui se sont conjuguées pour accroitre le poids de la rentabilité à court terme du capital des firmes comme des institutions financières. Ce qui peut nuire à leur capacité d'innovation, à leur rentabilité de long terme, voire à leur pérennité. De sorte que cette myopie ne peut être considérée comme une attitude prudente ; elle est au contraire porteuse de risques à venir.

Il en va de même pour ce qui est des investissements en infrastructures ou plus encore des investissements consacrés à la transition écologique. Les repousser parce que les résultats que l'on peut en attendre se situent dans un lointain futur et qu'ils sont affectés de fortes incertitudes, peut conduire à prendre finalement des risques plus élevés. De même qu'aujourd'hui le financement d'industries polluantes, ou trop dépendantes d'énergies fossiles, n'est pas seulement contestable par ses effets environnementaux, il l'est aussi par les risques liés à des modèles d'activités qui deviendront plus ou moins vite obsolètes. Il est vrai que dans le cas des investissements qui présentent des externalités et/ou sont soumis à des incertitudes radicales, des interventions centralisées deviennent souhaitables. Il convient alors de s'interroger sur les articulations optimales entre les décisions privées ou publiques – partenariats, garanties… On soulignera à ce propos les prises de position récentes de plusieurs Banques centrales qui réfléchissent à la possibilité de faciliter le refinancement d'investissements contribuant à la transition écologique.

L'importance des coûts de fonctionnement du secteur financier fait aussi l'objet de critiques récurrentes. Pour juger de leur pertinence il faudrait naturellement parvenir à s'accorder sur la méthode de leur évaluation absolue et relative. En ce sens il se trouve que l'on mesure assez bien les revenus du secteur : quelles que soient les sources utilisées (par exemple la comptabilité nationale) on observe qu'ils croissent sensiblement en pourcentage du PIB à partir de la déréglementation, puis chutent fortement au moment de la crise, avant de remonter et de se stabiliser. Mais

pour donner du sens à ces observations et les interpréter il faut pouvoir ramener les revenus à un indicateur d'activité du secteur de façon à obtenir une sorte de coût unitaire de production. Or, la construction de cet indicateur est très difficile car la définition de la notion de production financière renvoie à des débats analytiques qui ne sont pas prêts d'être tranchés. Doit-on par exemple s'en tenir à comptabiliser la somme des actifs détenus par les institutions financières, donc intermédiés, ou faut-il y rajouter les dépôts à vue – ce qui revient à les comptabiliser deux fois – pour prendre en considération les services de liquidité rendus par les banques ? Que faire des activités de *trading* ou de titrisation ?

On conçoit que la diversité des réponses possibles à ces questions puisse engendrer des résultats très différents quant au niveau et à l'évolution des coûts unitaires de production du secteur. Ainsi certains travaux montrent que ces coûts sont stables sur le long terme, alors que l'on s'attendrait à ce qu'ils diminuent en fonction des innovations importantes dont le secteur a pu bénéficier. Tandis que d'autres font état d'une baisse de l'indicateur, mais qu'une partie des innovations a été captée par l'augmentation de la rémunération des facteurs de production. On en déduit dans les deux cas que la structure du secteur laisse subsister des rentes de concurrence imparfaite que de nouveaux entrants dans l'industrie seraient susceptibles de faire disparaitre.

Ces calculs devraient être complétés pour tenir compte de deux considérations importantes. D'une part des travaux relativement récents ont établi qu'à partir d'une certaine taille le développement de la finance affecte négativement la croissance de l'économie. C'est-à-dire que l'expansion du secteur exerce des externalités négatives sur le reste de l'économie ; par exemple du fait de son attractivité sur les jeunes diplômés dont les compétences pourraient être plus utiles à d'autres secteurs. Ces externalités devraient logiquement être considérées comme un coût de fonctionnement de la finance et donc être taxées, après avoir été précisément mesurées. Reste à voir comment…

Enfin, dans un même ordre d'idée, le coût des crises financières constitue aussi une externalité à prendre en compte. On sait qu'il

peut être considérable et certaines études macroéconomiques en ont donné des évaluations édifiantes. Par contre l'enchevêtrement des responsabilités dans le déclanchement et la diffusion de ces évènements, notamment du fait des risques de système, rendent totalement impossible l'imputation de leurs coûts. On peut penser que le renforcement des régulations micro et macroprudentielles ont certainement contribué à réduire le niveau de ces coûts et la probabilité d'avoir à les supporter. En l'occurrence cette réduction s'est traduite par un accroissement du coût direct de l'intermédiation, dont il reste à savoir qui est destiné à le payer. Il reste aussi à vérifier que le risque de crise ne s'est pas déplacé vers des composantes du système qui échappent ne serait-ce qu'en partie à la réglementation.

Disons pour conclure qu'il est assez facile, au moins dans les grandes lignes, d'identifier les imperfections qui déprécient l'apport de la finance au bon fonctionnement du reste de l'économie. Malheureusement il y a encore beaucoup à faire pour concevoir les bonnes solutions visant à les corriger.

BRUNA BASINI — Michel Cicurel, vous êtes un ancien dirigeant de la Compagnie financière Edmond de Rothschild, vous avez fondé un club d'investisseurs multimillionnaires baptisé « La Maison » et avec vous, le ruissellement n'est pas un mot creux. En avril 2019, vous annonciez d'ailleurs que La Maison allait déployer cent millions de dollars dans les start-ups israéliennes.

MICHEL CICUREL — Lorsque j'étais enfant, mon grand-père me racontait une fable dont je n'ai compris la morale que bien plus tard. Il s'agissait d'un fermier qui avait habitué son âne à manger un peu moins chaque jour, tout en l'accablant de reproches. Lorsqu'enfin il parvint à ne rien manger du tout, cet imbécile d'animal trouva le moyen de mourir. Ce qui est drôle est que Jean-Paul m'a dit que sa grand-mère lui racontait la même fable. Je me suis dit dans un premier temps que cette génération de la guerre avait de belles valeurs et dans un deuxième temps, je me suis dit qu'on avait dû nous cacher quelque chose, mais nous ne le saurons pas.

On accuse la finance de se goinfrer, de ne pas nourrir l'économie dite réelle. La finance tirant la charrue de la planète n'est-elle pas en réalité l'âne de la fable ? Je crois que c'est effectivement le cas. Un seul exemple : très peu de grandes banques valent en Bourse le montant de leurs fonds propres. Je trouve que ce sont de drôles d'usurières qui ne sont même pas capables de rembourser leurs actionnaires.

Depuis plus de deux siècles, la monnaie, le crédit, l'assurance ont joué un rôle décisif qui était celui de l'huile dans le moteur économique. D'ailleurs, les altermondialistes confondent dans leur critique absolue et radicale mondialisation et financiarisation et en réalité, ils ont raison, l'un ne va pas sans l'autre. S'agissant des piliers monétaires et financiers qui portent le monde aujourd'hui, rien n'est acquis. Par exemple, la guerre commerciale des supergrands esquisse sous la pression des nationalismes un retour au troc du Moyen Âge. Je te vends de la technologie, tu me vends de la nourriture, etc. Le troc du Moyen Âge, c'est moins de marchés, moins de finances et plus de politiques.

La banque et l'assurance sont menacées dans leur cœur de métier par l'exacerbation des contraintes de fonds propres, de ratios et de régulation et plus encore sans doute, par les taux bas qui de mon point de vue le resteront, parce que l'occident vieillit. Par conséquent, la vraie tendance du monde occidental est la déflation et le numérique élimine l'inflation salariale. Il n'y a plus de courbe de Philipps[1], on le voit bien. Les taux resteront bas et les grands acteurs financiers souffriront. Comme le crédit ne paye plus sa couverture en fonds propres et que les dépôts coûtent en intérêts négatifs et en bureaucratie, les banques sont débordées. Elles sont débordées d'en haut par les banques centrales qui financent directement les entreprises et les États petit à

1. Mise en évidence en 1958, la courbe de Phillips est une courbe illustrant une relation empirique négative (c'est-à-dire décroissante) entre le taux de chômage et l'inflation ou taux de croissance des salaires nominaux. Cette relation s'explique par le fait qu'au-delà d'un certain niveau de chômage, les salariés ne sont plus en position de force pour exiger une hausse de salaire ; le partage des gains de productivité s'effectue alors en faveur de l'entreprise.

petit et d'en bas par les cryptomonnaies, crypto-banques, etc. qui s'insinuent dans l'espace vide. Pour les mêmes raisons, les compagnies d'assurances peinent à couvrir les grands risques et les adressent désormais de plus en plus à l'oligopole des réassureurs géants. Vous avez entendu parler d'une histoire où un assureur voulait racheter un réassureur et c'était dans le sens de l'histoire.

Banques et assurances deviennent peu à peu de simples commerçants du service quotidien à faible marge, où les nouveaux acteurs disruptifs font irruption avec une liberté, une souplesse et une réactivité très menaçantes pour les grands. Ainsi, un très grand assureur m'expliquait, il y a quelques années, qu'il avait investi dans Blablacar, car cette start-up allait devenir son concurrent. De fait, l'intermédiation financière qui a porté deux siècles de développement économique se fragilise.

Bien sûr, la finance a connu des crises et des abus graves, mais n'en déplaise à l'opinion courante, il est trop commode d'en faire la coupable de tous les maux, pour masquer les dérives des politiques occidentales face à trente ans de mondialisation. Les démocraties occidentales ont manqué de courage. Elles n'ont pas eu le courage de serrer la ceinture du citoyen électeur, lorsque le citoyen consommateur trouvait un intérêt à confier au monde émergeant le soin de produire moins cher. Lorsqu'on ne produit plus ce qu'on consomme, il y a une seule réponse : la dette. De même, il y a vingt ans, pour prendre cet autre exemple, l'Amérique, unanime, gouvernement élu des deux bords, la Fed, le Dieu Greenspan en tête m'a dit six mois avant la crise des *subprimes* que l'immobilier ne baisserait jamais. Il me l'a dit les yeux dans les yeux, a jugé que l'accession à la propriété pourrait apaiser la *low middle class* qui était menacée de déclassement dans la mondialisation. Encore une seule réponse : la dette.

Ainsi, les lâchetés politiques ou les équations économiques insolubles, toutes les complexités extrêmes d'une économie mondialisée ont trouvé une solution unique : la dette et la finance, de sorte que la planète fait paresseusement la planche sur le dos, portée par une liquidité qui dépasse 200 000 milliards de dollars, c'est-à-dire 2,5 fois le PIB mondial. Les intermédiaires financiers

qui ont fait le job sont très injustement perçus comme des parasites.

De façon générale, l'ère de l'Internet est l'ère du court-circuit et du court-circuit des intermédiaires de toutes sortes. Ce que l'on voit dans la distribution, on commence à le voir dans la finance. D'ailleurs, la désintermédiation est déjà très avancée dans le modèle américain, puisque les marchés assurent les trois quarts des besoins de financement, contre un quart seulement en Europe. Si la détention directe d'actions ou de dettes devient progressivement la réponse aux besoins de financement du monde, la Bourse joue évidemment le rôle central, mais elle est suspectée par l'opinion d'être l'esclave des actionnaires à vie des court termistes et par ces mêmes actionnaires, d'être l'esclave des banques centrales ou des *tweets* de Trump.

Au contraire, le capital investissement me semble peu à peu atteindre l'âge d'or. À l'abri de l'écume des jours, parce qu'il n'est pas coté, proche de l'entreprise, en organisant une vraie solidarité à moyen terme entre l'actionnaire et les équipes, très présent dans la révolution numérique, cet outil financier émergeant cumule à la fois la bonne renommée et la ceinture dorée, à l'inverse des intermédiaires financiers qui cumulent la mauvaise renommée et la ceinture pas du tout dorée. Déjà en 2018, le volume des transactions en *private equity* a dépassé celui des grandes opérations boursières. Pour relever les défis du XXIe siècle, ceux du numérique, de la biotech, de l'écologie, de la démographie, il faut beaucoup plus de capital et prendre beaucoup plus de risques. C'est clairement la mission de cette finance émergente que les États doivent favoriser. Plutôt que de persécuter les capitalistes, il faudrait les multiplier et d'abord en y associant les patrimoines plus modestes qui ne touchent plus rien sur l'épargne sans risque, sans pouvoir investir à risques. Il faut assurer aux classes moyennes le profit du risque et la sécurité du sans risque. C'est une affaire d'État et c'est à l'Europe qu'il revient d'innover sur ce thème, car il est évident que la social-démocratie à l'européenne est à bout de souffle. On voit bien que les États-Providence ont les poches vides et que les classes moyennes sont fragilisées par l'assistanat. La France qui est cham-

pionne du monde de la redistribution fabrique des gilets jaunes insatiables.

C'est maintenant qu'il faut associer les classes populaires au succès de la finance émergente, pour éviter que son image ne se dégrade aussi. La France a toutes les raisons d'embarquer l'Europe qui a toutes les raisons de la suivre dans cette innovation politique majeure, ce qui offrirait un souffle en direction des peuples. C'est à la portée de la zone euro, puisqu'il suffirait d'offrir aux épargnants modestes ce placement à fort rendement centré sur les grands enjeux européens. Il faut le faire et maintenant. C'est une urgence pour le monde occidental, car il faut populariser le capitalisme avant que le capitalisme ne popularise la haine.

BRUNA BASINI — Luiz Pereira Da Silva, vous êtes directeur général adjoint de la Banque des Règlements internationaux, la Banque centrale des banques centrales, le contrôleur des banques centrales, si je puis dire, vigie ultime qui veille pour assurer la stabilité monétaire et financière.

LUIZ PEREIRA DA SILVA — Michel Cicurel nous propose une finance presque poétique. C'est très bien. Je crois qu'il faut le reconnaître, la finance a effectivement une mauvaise image, une mauvaise presse et ce n'est pas un hasard compte tenu de la capacité qu'elle a à susciter des grandes crises financières globales, les salaires exorbitants de certains de ses dirigeants, le fait qu'elle soit capable de créer des manies spéculatives. Il ne faut pas s'arrêter à cette image. La finance remplit aussi une fonction sociale utile et extrêmement importante dans l'économie réelle qui est justement de faire en sorte que l'épargne des gens s'investisse dans des entreprises, des projets productifs.

Question : comment redonner un peu confiance dans cette finance et mieux servir l'économie ? Je dirai trois choses. Premièrement, il faut éviter que la finance suscite des crises périodiques et notamment la dernière que nous avons vue qui est une crise globale de la finance. Je viens de la Banque des Règlements Internationaux, la banque de la régulation bancaire globale. Il faut réguler la finance.

Ce n'est pas pour brimer la créativité, c'est pour essayer de créer un juste milieu. Pensez au Code de la route, lorsque la route est plus sinueuse, il faut savoir conduire moins vite, il faut que la voiture soit bien entretenue, que les pneus soient en bon état, etc. C'est ce type de consignes de sécurité qui ferait qu'on puisse associer créativité financière et sécurité dans l'ensemble du système.

Deuxièmement, il faut une dimension éthique à la finance, une dimension de valeur. Il faut combattre les excès, le blanchiment d'argent, les pyramides de Ponzi, les histoires que l'on raconte aux petits épargnants pour attirer leur épargne. Cette dimension éthique, c'est philosophiquement une espèce d'impératif catégorique de la finance.

Troisièmement, il faut utiliser les opportunités créées par les nouvelles technologies dans la finance, pour faire en sorte qu'elles remplissent encore mieux cette fonction sociale que décrivait Jean-Paul, essentiellement dans trois dimensions. Ces nouvelles technologies peuvent-elles contribuer à la réduction des inégalités ? Jean-Paul a parlé d'inclusion financière. Réduire les inégalités grâce aux nouvelles technologies pourrait redonner confiance dans la finance. Deuxième dimension, le financement de l'innovation en sortant un peu des produits de très court terme et en finançant le développement à plus long terme des sociétés et des économies, y compris par le transfert de ressources aux pays en développement. La finance n'est pas simplement quelque chose qui se passe à l'intérieur d'un pays, c'est aussi quelque chose de transnational. Il faut donc financer le développement d'autres pays, parce que là aussi, cela favorise le développement global, contribue à la maîtrise de l'immigration, etc. Troisième dimension, peut-être la plus importante, c'est renouer avec la confiance en finançant la transition énergétique en soutenant la finance verte pour contribuer au combat contre le changement climatique.

BRUNA BASINI — Marie-Anne Barbat-Layani, vous êtes la directrice générale de la Fédération bancaire française, autant dire l'oreille, la voix et même la conscience des banques françaises. Vous êtes une femme d'influence occupée, notamment depuis le

Brexit, à galvaniser l'attractivité de la place de Paris face à la toute puissante City de Londres.

MARIE-ANNE BARBAT-LAYANI — La finance peut-elle mieux servir l'économie ? Je dirai d'abord que je ne conçois pas cette question comme une critique. C'est évidemment la question qu'on doit se poser tous les jours, quand on est dans la finance et je vous rassure, c'est effectivement ce que font les banquiers français. Deuxièmement, la finance est-elle si mal vue ? Je rappelle que d'après un sondage BVA, 83 % des Français ont une bonne image de leur banque. Dès qu'on est dans sa banque, dans la relation avec sa banque, l'image est bonne.

Je voudrais aborder quatre sujets. Tout d'abord, et cela semble évident : financer l'économie fait partie de nos fondamentaux, c'est le cœur de notre métier, c'est ce que nous devons continuer à faire et faire continuellement mieux.

– Financer la transition énergétique.

– Renforcer l'inclusion bancaire et financière, proposer un service bancaire adapté à tous les Français.

– Enfin, l'innovation. Comment apporter l'innovation et comment l'apporter dans la confiance ?

Je dirai un mot sur chacun de ces domaines et sur la manière de faire mieux.

En France, nous finançons bien l'économie. 95 % des demandes de crédit d'investissement des PME sont acceptées en tout ou partie dans les banques et on a un taux de croissance du crédit aux entreprises de 6,8 %. Nous finançons d'ailleurs tellement bien, que nos autorités considèrent que nous finançons un peu trop. On nous impose quelques coussins supplémentaires de fonds propres pour nous inciter à faire moins de crédits, ce qui est une vraie question, parce que le crédit est quand même l'un des moteurs de l'économie et de la croissance.

Nous finançons particulièrement bien en France, puisque nous sommes à 6,8 % de taux de croissance annuel du crédit aux entreprises et à 2,7 % de croissance dans la zone euro. C'est précisément là que se pose la question de comment mieux faire. Nous parlions

d'allocation des ressources. L'une des manières de mieux faire – et c'est un chantier collectif – est de faire en sorte que la zone euro ait une allocation de l'épargne et de la liquidité des capitaux meilleure qu'aujourd'hui. Nous sommes théoriquement en Union bancaire et nous le sommes effectivement en zone euro en matière de supervision avec un superviseur unique. La question est : comment faire pour que toute la zone euro bénéficie de conditions de financement optimales ? Au moment où le crédit croît de 6,8 % en France, il y a encore un certain nombre de pays dans la zone euro qui sont en attrition du crédit, alors même que nous sommes en union bancaire. Aujourd'hui, il n'est pas possible de faire circuler les capitaux et la liquidité librement à l'intérieur de la zone euro. L'un des grands chantiers auxquels nous devons nous atteler pour mieux financer, mieux servir l'économie est d'avoir une régulation bancaire qui permette de mieux faire circuler les capitaux à l'intérieur de la zone euro.

Sur le financement de la transition énergétique, la place financière de Paris a pris le 2 juillet, une série de nouveaux engagements très importants devant le ministre des Finances. En réalité, il s'agit d'approfondissements, car depuis 2015 et la COP 21, la place financière de Paris s'est engagée très fortement au bénéfice de la transition énergétique. Nous venons de franchir une nouvelle étape avec des stratégies de désengagement du charbon. Les grandes banques françaises ne financent plus de nouveaux projets de charbon thermique directement ou indirectement et surtout, c'est le point fondamental, elles accompagnent le mix énergétique de leurs clients. Notre conviction est que la transition énergétique se fera avec les acteurs existants dans la majorité des cas et que c'est donc avec ces acteurs qu'il faut définir des stratégies pour nous désengager d'une économie carbonée.

Le troisième élément est l'inclusion bancaire et financière. Tout d'abord, un petit cocorico : selon l'OCDE, la France est en pointe en matière d'inclusion bancaire et financière. Plus de 99 % des Français ont un compte bancaire et nous avons tout un continuum de typologies de comptes bancaires, souvent définis d'ailleurs avec les pouvoirs publics. Il y a un vrai écosystème dans ce domaine en France qui associe les pouvoirs publics et le secteur bancaire

depuis plusieurs années. Il y a un continuum de bancarisations qui permet absolument à tous les Français d'avoir un compte bancaire et un service bancaire de base. Nous avons également parlé d'accès au crédit. Oui, il faut développer l'accès au crédit, avec des mécanismes *ad hoc*, par exemple des mécanismes de caution spécifiques à la France. Il faut aussi faire du crédit responsable. On ne peut pas mettre tout le monde dans une logique de crédit. Il est absolument indispensable de veiller au surendettement, à sa prévention, c'est aussi l'un des éléments essentiels dans l'inclusion bancaire et financière auquel nous sommes très attachés.

Le quatrième domaine sur lequel nous devons continuer à progresser, est celui de l'innovation et de l'acclimatation de l'innovation. Oui, l'innovation peut être une manière de faciliter une finance inclusive, une finance qui s'oriente bien dans l'économie et favorise une bonne allocation de l'épargne. Il faut aussi que cette innovation se fasse dans la confiance, car elle est primordiale pour avancer. Elle doit se faire à un rythme acceptable pour tous les Français. Il y a des phénomènes de génération, d'accès au haut débit, etc. Il faut à la fois faciliter cette innovation et maintenir un service de proximité. C'est d'ailleurs ce que nous demandent les Français. C'est un peu là que réside la difficulté pour le secteur bancaire : dans l'aspect d'inclusion bancaire et une demande de proximité physique. C'est le cas des banques françaises : nous avons plus de 36 500 agences bancaires sur le territoire, au plus près des Français.

Un exemple pour illustrer comment cela peut fonctionner : le paiement sans contact. C'est une innovation qui a complètement explosé en France au cours des dernières années. Nous avions un milliard de paiements sans contact, il y a deux ans, nous sommes à deux milliards cette année et le taux d'équipement s'est beaucoup développé. La confiance est là. Les Français et les commerçants sont maintenant convaincus de l'utilité de ce service et de son bon fonctionnement. Comment peut-on continuer à s'améliorer ? En prenant, là aussi, des engagements vis-à-vis de nos clients : les assurer que leurs données sont protégées, que leurs fonds sont protégés et que toute l'innovation apportée au travers des

applications bancaires, au travers des nouveaux services, etc. se fait toujours dans la sécurité et la confiance.

Deux points en conclusion. Parmi les domaines dans lesquels nous devons faire mieux, il y a le sujet de l'intégrité du système financier. La prévention du blanchiment et du financement du terrorisme est un domaine dans lequel les banques sont investies depuis de très nombreuses années. Nous représentons l'immense majorité des déclarations de soupçon qui sont faites auprès de Tracfin. Il faut continuer à travailler pour s'améliorer, notamment pour mieux détecter les typologies complexes, etc.

Dernier point enfin, il me semble qu'il y a une mission essentielle pour la finance française et la finance européenne, celle d'assurer l'indépendance de nos circuits de financement en Europe. Je pense que c'est un enjeu absolument clé. L'Europe se plaint d'être devenue une colonie numérique. En matière financière, elle a tous les atouts pour conserver des circuits de financement en partie autonomes. En Europe, nos banques de financement et d'investissement ont d'ailleurs déjà perdu beaucoup de parts de marché : ce sont plus de dix points de parts de marché perdus en dix ans. Il faut faire attention, notamment en matière de réglementation. Bien sûr qu'il faut de la réglementation bancaire, tout le monde est pour, y compris les banques qui ont soutenu l'Union bancaire. Après la crise financière, nous avons bien compris qu'il fallait à nouveau réglementer, mais il faut faire attention à ce que les réglementations bancaires ne se traduisent pas par des distorsions de concurrence entre systèmes, en particulier au détriment du système bancaire européen. Je signale juste que la transposition du dernier accord de Bâle qui a été conclu en décembre 2017 se traduirait, si l'on n'y fait pas attention, par une augmentation des contraintes de 24 % pour les banques européennes et de 2,5 % pour les banques américaines. Je ne voudrais pas que, faute de vigilance, nous nous retrouvions dans quatre, cinq ou dix ans, à nous dire que finalement, en Europe, nous avions des circuits de financement adaptés à la bancarisation de proximité de tous les Européens en général et de tous les Français en particulier, au soutien de l'économie, des infrastructures et de la transition énergétique, et qu'au bout du compte nous avons un

système bancaire qui est devenu purement régional et provincial et n'a plus les moyens d'être le fer de lance de l'accompagnement de l'économie européenne vers une économie plus verte, des infrastructures plus adaptées, des infrastructures bancaires adaptées aux besoins de tous les clients et un financement très dynamique au bénéfice des PME ».

BRUNA BASINI — François Riahi, vous êtes directeur général de Natixis depuis un an. Natixis est la banque d'investissement de BPCE. Qui dit investissement dit prise de risques, mais pas sans filet, raison pour laquelle vous déclariez en février vouloir renforcer vos équipes de gestion et de supervision après – il faut le préciser – un accident de marché en Asie.

FRANÇOIS RIAHI — Je voudrais commencer par corriger une erreur assez répandue, à savoir l'idée que Natixis ne serait qu'une banque d'investissement. Nous avons quatre métiers : la gestion d'actifs, la banque de grande clientèle, l'assurance et les paiements. Ces quatre métiers sont tous concernés par cette question du service de l'économie. Nous avons 16 000 collaborateurs qui ont tous envie d'être utiles et qui se posent la question de l'utilité de leur apport à l'économie.

Je voudrais concentrer mon propos sur l'un des sujets fondamentaux de notre temps, sur lequel il me semble que la finance a un rôle absolument central à jouer, celui du combat contre le réchauffement climatique. En ce qui concerne la question de la confiance, je voudrais dire que les choses sont en train de changer positivement et je constate une inflexion récente sur le sujet qui me paraît fondamentale. Je rencontre des clients quasiment tous les jours qui évoluent dans différentes industries et différentes régions. Depuis douze ou dix-huit mois, une partie très importante de nos échanges se concentre sur cette question du financement de la transition énergétique et de l'accompagnement de leur transition.

Il me semble qu'aujourd'hui, partout dans le monde, dans toutes les industries, les entreprises sont en train de considérer qu'elles vont avoir à adapter toute leur stratégie pour avoir une approche

soutenable en matière climatique, avec le risque, si elles ne le font pas, de se priver à terme plus ou moins rapproché de deux ressources essentielles : les ressources financières et les ressources humaines. Concernant les ressources humaines, je trouve qu'il est intéressant de noter qu'assez récemment, une initiative a été prise par les Grandes écoles et universités françaises pour dire aux entreprises : « Si vous n'êtes pas sérieuses sur le développement durable et le réchauffement climatique, on ne viendra pas chez vous. » Il y a eu 30 000 signatures. Évidemment, aucune entreprise ne peut se priver de ressources humaines de qualité. C'est un élément à prendre en compte.

Concernant les ressources financières, je voudrais donner deux exemples concrets. D'abord, celui d'une patronne de société pétrolière américaine qui me disait, il y a quelques mois : « Nous avons besoin d'investir et nous nous disons que dans les prochaines années, nous ne pourrons avoir le niveau d'investissement, si nous ne sommes pas crédibles sur l'aspect d'économie à bas carbone, parce que plus personne ne va nous prêter d'argent. » Quelques semaines plus tard, elle annonçait une stratégie bas carbone, pour pérenniser l'accès aux ressources financières. Un deuxième exemple est celui d'un autre client qui me disait : « Je sais que vous avez arrêté de financer le charbon, etc., mais on considère que c'est une industrie qui continue à avoir de l'intérêt. Dans certains pays, c'est assez rentable, etc. » Quelques semaines plus tard, sous la pression de ses investisseurs, il annonçait un cantonnement de sa stratégie charbon.

Il se passe donc des choses assez concrètes. La finance verte qui s'est développée ces dix dernières années l'a fait un peu en marge de la finance traditionnelle. Aujourd'hui, je crois qu'on est entré dans un cercle plus vertueux où les institutions financières ont pris des engagements sur ce qu'elles financent, sur ce qu'elles ne financent plus ou financent moins. Les entreprises s'adaptent au risque d'être privées de ressources financières, en anticipant que ces contraintes vont se durcir de plus en plus et qu'il faut donc qu'elles aient une trajectoire durable. À l'inverse, dans ce cercle vertueux, plus les entreprises qui sont nos clientes s'orientent vers le financement de

cette transition énergétique, plus il est intéressant pour nous, en tant que banque, de se mettre à leur service, puisque c'est répondre à l'un de leurs enjeux majeurs : être capable de gagner des parts de marché sur ce qui devient l'enjeu principal pour ces entreprises.

Je souhaiterais partager deux convictions fortes qui sont un peu au cœur de la manière dont on traite le sujet de la finance verte chez Natixis. D'abord, je crois que pour qu'on parvienne à alimenter ce cercle vertueux, qu'il prenne de l'ampleur, permette d'être dans une trajectoire qui soit la bonne, il faut passer par l'internalisation des externalités, c'est-à-dire qu'il faut intégrer ces éléments non pas comme des données extra-financières, mais comme des données financières. Il faut chiffrer le coût du non respect de cette trajectoire et l'intégrer dans les calculs financiers. Je crois que c'est ainsi que l'on aura le plus d'effets. À notre niveau – et je crois que nous sommes les seuls au monde à le faire –, nous avons décidé d'avoir une approche sur notre portefeuille de crédits. Nous prenons en compte l'impact sur l'environnement pour calculer la rentabilité de nos crédits ce qui représente un travail titanesque pour peigner ligne à ligne le portefeuille, un travail de taxonomie, un travail informatique pour que dans les systèmes, quand on fait tous les calculs de profitabilité, ce nouveau facteur soit pris en compte. À la fin, quand nous avons une décision de financement à prendre, nous regardons la profitabilité du crédit, en prenant en compte un bonus-malus. C'est un bonus, si le financement contribue à la transition énergétique et un malus, s'il n'y contribue pas. Cela permet d'intégrer dans le calcul économique l'orientation de nos financements. On le fait, parce qu'on y croit et parce que je crois que c'est l'orientation que doit prendre la finance sur la finance verte.

La seconde conviction fait écho à ce qu'a dit Marie-Anne Barbat-Layani. Cette notion de transition doit nous amener à changer l'approche sur la finance verte, puisqu'il va rester encore pendant des années des énergies fossiles, même si la part des énergies renouvelables va progresser. La question est celle de la transition, d'avoir des énergies fossiles de moins en moins polluantes, du mix. Pour faire cela, il faut que nous adaptions nos outils avec une

notion non pas d'avoir d'un côté de la finance verte et de l'autre côté de la finance traditionnelle, mais d'avoir au sein de la finance verte cette prise en compte de la dimension de trajectoire. Deuxième exemple : notre compagnie d'assurances s'est engagée à diriger ses investissements en respectant une trajectoire deux degrés. Là aussi, c'est une notion de trajectoire qui permet non pas de dire qu'on s'interdit les fossiles, etc., mais qu'en favorisant le mix énergétique, on va être dans une trajectoire soutenable.

Je constate que ces initiatives sont extrêmement motivantes pour nos salariés qui eux aussi veulent être dans cette logique positive d'accompagner la transition. C'est un élément de mobilisation majeur.

BRUNA BASINI — Thierry Déau, vous êtes le fondateur et le président de Meridiam, un fonds qui finance les ouvrages publics et gère plus de six milliards d'euros d'actifs. Votre credo, c'est le long terme, mais aussi le futur de la planète, à travers votre fonds transition climatique, accompagné d'un bilan carbone calculé pour chaque projet.

THIERRY DÉAU — Nous sommes assez fiers de la façon dont nous faisons de la finance. Pourquoi ? Parce que nous regardons la finance comme un outil et pas comme une finalité. Aujourd'hui, au-delà du sujet éthique, la question est la capacité des acteurs financiers à trouver un sens, c'est-à-dire des finalités et des objectifs qui soient lisibles par les populations. Il faut donc du concret, il faut que les gens comprennent ce qui a vraiment changé pour eux.

Aujourd'hui, deux questions se posent : la question de la qualité, du sens, de l'objectif et la question du volume. Nous sommes à un tournant de transition, pas seulement écologique, mais également économique, démographique et à bien des égards sociétal. Ce tournant ne peut être accompagné par la finance, que si elle a une vision long terme de ces objectifs. C'est le long terme qui permettra d'appréhender les transitions, qu'elles soient écologiques, démographiques, etc.

Pour cela, il y a eu une petite révolution. On a surtout parlé de la conférence Climat, de la COP 21 en 2015, mais on a peu parlé des INDC[2] qui sont les contributions des États. On a très peu parlé des objectifs de développement durable sur lesquels se sont accordés 180 pays à l'ONU qui définissent aujourd'hui un certain nombre d'objectifs concrets. La transition énergétique en fait partie, soit dans l'accès à l'énergie propre, soit dans l'action contre le réchauffement, mais le développement économique et les emplois durables font aussi partie de ces objectifs, comme l'égalité hommes/femmes ou autres. Aujourd'hui, un certain nombre de pays ont bâti leur stratégie d'investissement et en ce sens, ils sont capables de dialoguer avec la finance et les investissements, pour réussir à atteindre ces objectifs.

Mon dernier point concerne la nécessité de ce dialogue, presque de ce trilogue, parce qu'il concerne trois parties importantes. Il y a les gens qui ont le vrai argent, c'est-à-dire les épargnants, parce que finalement, les financiers sont surtout des intermédiaires. Il y a les pouvoirs publics dans toutes leurs attributions, celles de la régulation, mais aussi celles des politiques publiques, notamment d'investissement. Il y a la finance et les intermédiaires au sens large. Ce que ne voient pas par exemple les PME qui sont financées par les banques françaises, c'est qu'une bonne partie de ce financement est possible grâce au partage entre la puissance publique, qu'elle soit européenne ou de la Bpi en France, du risque que peuvent prendre les banques sur ces PME. On ne va pas citer tous les produits européens qui existent depuis quinze ans, mais je suis sûr qu'il y a quantité de PME qui ne savent pas aujourd'hui que la vraie finance, celle qui combine la banque française et l'Union européenne par sa garantie ou l'État français via son outil de développement qu'est la Bpi, est en fait celle qui lui rend service. Pour renouer la confiance, il faut rendre les choses très concrètes pour les bénéficiaires. Je me bats à peu près tous les jours avec la Banque européenne d'investissement et les grands investisseurs publics qui ne publient que des chiffres en millions et en trillions.

---

2. INDC = *Intended Nationally Supported Contributions.*

Moi, je ne sais pas ce qu'est un million, parce que je n'ai jamais compté jusque là ni un trillion, parce que je ne vois même pas ce que cela peut représenter, le commun des mortels non plus. Le commun des mortels comprend les cinq emplois créés à côté, le service public hospitalier de proximité etc. Au-delà des débats et des initiatives nombreuses et louables, on a besoin d'atterrir sur du vrai, sur du concret et grâce aux objectifs de développement durable qui permettent toutes sortes de méthodologies, d'arriver à traduire en termes plus concrets pour les populations ce que peut faire la finance, parce qu'elle peut faire beaucoup.

Le troisième point est qu'aujourd'hui, il faut favoriser l'investissement des épargnants vers ces projets concrets. La loi PACTE, par exemple, va permettre de faciliter aux épargnants l'accès à des produits comme les infrastructures ou autres à travers les assurances vie, mais ce sont des sujets qui permettent un lien direct entre ces épargnants qui mettent souvent leur retraite dans les assurances-vie, en tout cas en France, et les actifs qu'ils financent qui sont des actifs de proximité en France.

QUESTION DU PUBLIC — Comment s'y prendre pour internaliser les externalités dont vous parliez au niveau global du système ? J'ai peur que finalement, on se retrouve avec certaines banques qui vont financer ces économies très carbonées, se faire une rente de situation et on n'aura rien gagné. C'est possible d'étendre au niveau global ?

FRANÇOIS RIAHI — L'enjeu aujourd'hui est de progresser sur les outils communs. C'est d'ailleurs ce qu'on a décidé de faire au niveau de la place de Paris : travailler sur les outils communs de calcul et d'intégration. Je crois, qu'on a effectivement besoin de faire entrer cette dimension dans les outils d'analyse financière qui sont à peu près les mêmes partout. Je trouve que c'est un sujet qui progresse très bien. Cela fait partie du changement.

Aujourd'hui, toutes les normes ESG sont un peu considérées comme des outils propriétaires. Chaque gestionnaire d'actifs a défini sa propre méthode de prise en compte des différents éléments.

On a besoin de standardisation, vous avez tout à fait raison car il est vrai par exemple qu'un investisseur qui sort du charbon, va être remplacé rapidement en particulier par des banques de pays dont la conscience n'est pas encore aussi affirmée. Cela dit, je trouve que la conscience écologique des acteurs financiers est en train de se développer. En Asie, elle progresse énormément, aux États-Unis moins, mais il y a une évolution récente qui va dans le bon sens. Nous avons besoin des outils que vous indiquez, c'est-à-dire de données économiques que nous puissions tous intégrer de la même façon.

Dans ce sens, la COP 21 est un élément très fondamental, parce qu'à partir du moment où des États se mettent d'accord sur une même trajectoire, cela donne une référence commune qui doit permettre au moins de faire la différence entre une trajectoire qui paraît soutenable et une autre qui ne paraît pas soutenable. C'est un élément très positif, pour arriver à ce que vous indiquez.

MARIE-ANNE BARBAT-LAYANI — Peut-être un mot de complément, parce que c'est un sujet sur lequel nous travaillons depuis assez longtemps de manière collective. Oui, il y a des propositions concrètes qui peuvent fonctionner. Il faut se souvenir que le secteur bancaire est un secteur extraordinairement réglementé. En particulier, il a une réglementation prudentielle. C'est pour cela qu'au sein de la Fédération bancaire française, avec nos adhérents nous avons élaboré une proposition qui s'appelle le *Green Supporting Factor* visant à intégrer dans la réglementation bancaire une sorte de bonus, comme il en existe aujourd'hui déjà en Europe pour le financement des PME destiné à décarboner les bilans bancaires. Il y a un vrai fondement prudentiel, parce qu'aujourd'hui, tous les régulateurs le disent, il y a un risque supplémentaire à continuer à financer des actifs bruns. En termes méthodologiques, il est difficile de définir très précisément ce que sont les actifs bruns et les actifs verts, mais au travers du *Green Supporting Factor*, nous donnons un bonus prudentiel qui va inciter tout le monde à avancer plus vite. Si dans la réglementation on traite différemment tout ce qui est réflexion actuelle sur la

taxonomie, sur laquelle Bruxelles patine depuis un certain temps, les choses vont accélérer. D'ailleurs, il y a des exemples concrets. François Riahi l'a dit, c'est le fondement de ce qui a été fait dans sa banque, en donnant des bonus et des malus sur l'allocation d'actifs.

Il y a un deuxième domaine sur lequel on devrait réfléchir et cela fait partie des priorités qui ont été définies pour la nouvelle mandature européenne. Il s'agit de définir des actifs de référence en Europe, notamment en matière de finance verte qui pourraient servir de base à une titrisation européenne qui doit se développer de toute façon, pour relancer l'union des marchés de capitaux, faire évoluer le mix de financements européens et permettre une meilleure allocation de ressources. Dans ce contexte, on peut effectivement trouver des *boosters* pour la finance verte. Il y existe des propositions extrêmement concrètes, y compris pour les particuliers, il faut que cela se traduise de manière très précise. Parmi les engagements que nous avons pris récemment au niveau du secteur bancaire, il y a des offres préférentielles pour financer entre autres les véhicules verts et la rénovation thermique des logements. On a travaillé avec les pouvoirs publics, pour améliorer l'éco-PTZ, le prêt à taux zéro, justement pour les investissements de rénovation thermique des particuliers. Oui, nous avons plein d'idées !

THIERRY DÉAU — Juste un petit complément, sans minimiser ce qui vient d'être dit. Les banques ne financent pas toute l'économie. Il ne faut pas résumer le sujet de la taxonomie au sujet de combien cela coûte aux fonds propres des banques. À côté des banques, il y a des assureurs, des investisseurs institutionnels qui financent une grande partie de l'économie. Il ne faut pas les oublier, parce qu'il y a des pays où ils financent la majorité de l'économie, ce qui n'est pas le cas en France. Eux aussi doivent faire l'effort de mesurer cet impact positif. C'est pour cela que je parlais des ODD, parce que parfois, le mieux est l'ennemi du bien. La formule parfaite où on arrive à traduire ces impacts en un coût prudentiel pour les banques, c'est très bien, mais au moins

sur 50 % du financement en Europe, il n'y a pas besoin d'usines à gaz compliquées de ce type pour engager les gens dans ce calcul de l'impact. Quand vous investissez dans une chaîne logistique à import, la contribution à la croissance, il n'y a pas forcément besoin d'aller la traduire dans vos coûts de financement.

LUIZ PEREIRA DA SILVA — Je crois que c'est un très bon exemple, sur lequel nous pouvons tous ici être d'accord : la finance en général, que ce soit le secteur bancaire, les marchés de capitaux, jouent un rôle essentiel dans le financement de cette transition et d'une nouvelle économie verte. Ils le font avec les nombreux instruments qui sont en train de surgir. Les Fintech peuvent financer l'innovation et quelques investisseurs sont en train de privilégier les nouveaux actifs dits « verts ». Bien entendu, il reste à définir quels sont ces actifs « verts ». Par exemple, les banques centrales ont créé très récemment, sous l'égide de la Banque de France, un réseau des banques centrales pour le verdissement de l'économie. Ce sont des initiatives qui relèvent à la fois de la prise de conscience et de la coordination avec d'autres instances régulatoires et qui convergent pour créer ce mouvement de financement d'une transition vers une économie moins carbonée.

On a aussi cité l'exemple d'un certain nombre d'actifs à risques dits « marrons » dont le prix de marché est probablement aujourd'hui surestimé, les effets du risque climatique qu'ils représentent étant vraiment pris en compte. C'est ce qu'on appelle les *stranded assets*, dont il faut organiser la transition dans le bilan des institutions financières, de façon à aboutir à des bilans plus stables. Par exemple, aujourd'hui, on ne peut pas extraire la totalité des réserves pétrolières dans le monde dans les limites fixées par l'Accord de Paris, destinées à limiter le réchauffement à 2 %. Donc que faire avec ces activités ? Il y a des quantités de problèmes, à la fois financiers, techniques, de coordination qui sont en train d'être résolus. Je crois que c'est un des domaines où la finance peut justement apporter un élément de réponse pour aller vers une transition de modèle dans la société.

Enfin, il n'est pas non plus exclu qu'un certain nombre d'institutions internationales, de banques qui ne soient pas des banques privées, mais des banques multilatérales, publiques, puisse utiliser de façon plus agressive les réserves prévues dans leur bilan, pour financer de façon très concrète des projets plus conséquents vers un changement et une transition de nos économies vers des économies moins carbonées, un peu à l'image du plan Juncker.

En termes régulatoires et institutionnels, beaucoup de choses extrêmement importantes sont en cours entre le secteur public et le secteur privé et entre les diverses composantes de nos systèmes financiers : assurances, banques, fonds d'investissement. C'est aussi la mobilisation de vous tous, de la société civile. C'est cette pression qu'il faut exercer sur l'ensemble des politiques et des responsables privés et publics, pour faire en sorte que ce genre de considération avance, puisse être utilisée de façon constructive pour améliorer la qualité de vie des gens et faire en sorte que nos économies soient moins carbonées. Cela ne se passe pas uniquement en Europe, cela se passe dans le monde entier. Regardez ce qui se passe en Chine, et dans un certain nombre de pays émergents. C'est en mouvement et il faut l'appuyer de toutes nos forces.

QUESTION DU PUBLIC — On constate que le financement des pays émergents diminue de façon drastique. Est-ce que vous êtes vraiment conscients de la déperdition du financement en faveur des pays émergents ?

THIERRY DÉAU — Le financement des pays émergents évolue mais je ne suis pas sûr qu'il diminue. Il se transforme de l'aide publique classique au développement à de la mobilisation des acteurs publics et privés autour de financements, notamment de la transition écologique dans les pays émergents. Il y a justement un engagement au niveau de la COP 21, avec les fonds qui ont été mis en place, pour mobiliser à terme cent milliards pour les pays émergents et les aider à la transition écologique. Aujourd'hui, les banques de développement, qu'elles soient multilatérales ou bilatérales, font un effort considérable dans ce que l'on appelle

la *blended finance*, pour mobiliser des capitaux privés au service des pays émergents. Il est vrai que beaucoup de pays réduisent plutôt leur aide au développement, mais cherchent des solutions innovantes, comme le fait la Commission européenne avec la DG DEVCO, en mettant un milliard et demi de garanties sur un projet pilote pour mobiliser d'autres financements pour les pays émergents.

QUESTION DU PUBLIC — Je suis ravi de constater à quel point il y a une unanimité dans ce panel, sur le fait que le financement de la transition énergétique doit être une priorité. À partir du moment où il y a une telle unanimité, en quoi auriez-vous besoin d'être encouragés à faire ce que vous considérez comme être une priorité ? Est-ce que la priorité ne devrait pas être au contraire de renforcer la capacité des établissements financiers à encaisser des pertes ? On sait que les risques de transition, les risques physiques sont de vrais enjeux. Est-ce que diminuer la capacité des établissements financiers à encaisser des pertes est une priorité ? Est-ce qu'on ne pourrait pas aller dans l'autre sens et rajouter au titre du pilier 2 des exigences prudentielles liées au sujet ESG ?

MARIE-ANNE BARBAT-LAYANI — Sur le renforcement des fonds propres des banques, l'essentiel a été fait aujourd'hui. C'est d'ailleurs ce que disent tous les régulateurs, le G20, etc. On considère que le niveau de capitalisation des banques est aujourd'hui suffisant. La question qui se pose ensuite est qu'évidemment les banques n'ont pas forcément besoin d'incitation ou de traitement prudentiel spécifique. Tout est une question d'accélération. D'ailleurs, les banques n'ont pas attendu la mise en place du *Green Supporting Factor* que nous demandons, parce que cela nous paraît être un facteur d'accélération, pour adopter des politiques en matière de finance verte, exclure un certain nombre de financements – en tout cas pour les banques françaises que je représente – et accompagner le mix énergétique des clients de façon extrêmement proactive. On peut en rester où on en est aujourd'hui, mais on peut aussi essayer de trouver des propositions

pour accélérer. Des propositions sont purement *business*, par exemple réfléchir à des actifs de référence qui pourraient être titrisés. Là, il peut y avoir un rôle pour la BEI qui peut accompagner, labelliser, peut-être garantir ce type d'actifs. Ce serait un outil de marché extrêmement puissant.

Le *Green Supporting Factor*, pourquoi ? On le sait et c'est d'ailleurs le Conseil de stabilité financière qui l'a dit, il faut accélérer la décarbonation des bilans. Faut-il renforcer le poids des contraintes prudentielles pour le faire ou faut-il les adapter et les affiner, pour qu'elles donnent les bons signaux ? Il nous semble qu'il est plus intelligent de donner les bons signaux, que de mettre des contraintes supplémentaires qui vont être relativement indifférenciées et vont se traduire ensuite par un choix d'allocation d'actifs qui ne sera pas forcément le bon. C'est tout le sens du travail sur la taxonomie actuellement. Si vous n'arrivez pas à singulariser les financements verts, à les identifier de manière précise et si possible ensuite à leur donner un bonus, l'allocation d'actifs peut se faire sur d'autres critères qui ne sont pas forcément la transition énergétique. Je ne dis pas que c'est la seule manière de faire, je dis que si nous voulons stimuler la façon dont les banques vont ensuite gérer leur allocation d'actifs en fonction des contraintes prudentielles, il faut réfléchir à des mécanismes de type *Green Supporting Factor*.

LUIZ PEREIRA DA SILVA — Un dernier mot pour nous tous. Aujourd'hui encore la finance est essentiellement une profession encore très dominée par le genre masculin. Je crois qu'il faut saluer les transitions qui sont en cours aujourd'hui, par exemple la nomination de Christine Lagarde à la tête de la BCE. Il faut que cette profession soit plus consciente de la nécessité de diversifier sa composition. Il est très souhaitable que de plus en plus de femmes assument des responsabilités dans le domaine de la finance. Nous n'aurions peut-être pas eu la grande crise financière globale, si au lieu de Lehman Brothers, l'entreprise s'était appelée Lehman Sisters. Ce n'est ni la solution ni la panacée, mais c'est important.

L'ÉPARGNE : INDICATEUR DE LA CONFIANCE ?

6

COORDINATION **Jean-Paul Pollin** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Guillaume Cadiou** *(Kepler Cheuvreux)*
Nezha Hayat *(Autorité Marocaine du marché des capitaux)*
Emil Stigsgaard Fuglsang *(Matter)*
Rémy Weber *(La Banque postale)*

MODÉRATION **Emmanuel Lechypre** *(BFM Business)*

JEAN-PAUL POLLIN — On convient généralement que la décision d'épargner suppose qu'on ait confiance dans la situation économique présente et à venir, dans la stabilité politique et institutionnelle… c'est-à-dire dans les facteurs qui garantissent la bonne exécution des contrats entre offreurs et demandeurs de capitaux. Ce qui incite à penser que le niveau et l'évolution de l'épargne, disons son niveau rapporté au PIB, devraient refléter l'appréciation que portent les agents économiques sur la fiabilité et l'efficience de leur environnement économique, juridique, politique, social… Une plus grande confiance devrait conduire à un taux d'épargne plus élevé.

Dans les faits, la relation entre ces deux termes paraît plus ambigüe, voire contradictoire. On remarquera notamment que le pessimisme « structurel » des Français que font ressortir diverses enquêtes ne se reflète pas dans leur taux d'épargne qui est un des plus élevés d'Europe. D'autre part, sur le court terme, il n'existe pas de lien robuste entre le taux d'épargne et les indicateurs de confiance obtenus par enquêtes dont celles réalisées tous les mois par l'INSEE auprès des ménages. Ce résultat s'explique aisément,

parce que les définitions de l'une et l'autre variables ont une part d'arbitraire, mais surtout parce qu'une partie de l'épargne est constituée à titre de précaution. On épargne en anticipation d'une période de basse conjoncture, de montée du chômage, donc par prudence sinon par défiance. On l'observe en 2001, ou encore en 2008. On notera au passage que ce comportement est un facteur d'amplification du cycle économique, puisqu'il tend à réduire la dépense en situation de récession.

Cela dit, cette épargne de précaution est en principe éphémère et de plus elle donne lieu à des placements liquides. De sorte que c'est la composition de l'épargne plutôt que son niveau qui est susceptible de refléter la confiance des agents dans leurs situations individuelles présentes et à venir, et dans le contexte macroéconomique. Tandis qu'en retour les caractéristiques de l'épargne conditionnent celles des investissements, affectant ainsi la croissance et la confiance qu'elle inspire.

On trouve une bonne illustration de ces mécanismes dans la conjoncture de ces vingt dernières années en France et dans nombre de pays de la zone euro, en dépit de différences institutionnelles marquées. On y observe d'abord que les taux d'investissements immobiliers constituent une partie importante de l'épargne des ménages (8 % en France sur la période), et qu'ils évoluent à l'inverse des taux d'épargne financière jouant ainsi leur rôle de valeur refuge en situation d'incertitude. Ce qui se traduit pour partie par une éviction d'investissements potentiellement plus productifs.

Quant à l'épargne financière elle a connu aussi durant cette même période d'importantes fluctuations dans sa composition. En France, comme dans la zone euro, les placements directs et indirects, via les OPC, en fonds propres ont fortement reculé au début des années 2000, en 2008-2009 et en 2012. La collecte de l'assurance-vie a suivi un profil semblable ; d'autant qu'en France les placements en unités de compte sont très sensibles aux fluctuations boursières. Enfin les placements liquides ont évolué à l'inverse des mouvements précédents.

Il serait évidemment trop rapide de déduire de ces observations que la structure de l'épargne n'est fonction que des chocs financiers

et des fluctuations conjoncturelles qui les suivent ou les précèdent. Car les décisions de placements ont aussi été affectées par des modifications dans la réglementation et la fiscalité de l'épargne. Mais en définitive, au terme de cette période marquée par des crises, des transformations anxiogènes de l'économie et un affaissement de la croissance potentielle, l'épargne a pris une forme plus liquide et plus averse au risque. D'autant que les entreprises semblent aussi avoir, dans certains cas, privilégié l'accumulation de liquidité à l'investissement. Or, ces comportements ont débouché sur une forte croissance des primes de risque qu'on observe dans les pays développés, ce qui explique notamment la difficulté des Banques centrales à relever leurs taux et ce qui contribue aussi à expliquer la panne de croissance que connaissent ces mêmes pays et qui est de nature à alimenter la défiance.

On en vient alors à s'interroger sur les dispositions à prendre pour tenter de briser l'interaction déstabilisante entre cette défiance et les comportements de protection qu'elle suscite et qui tendent à la perpétuer si ce n'est à l'amplifier. Pour l'essentiel il s'agit de faire en sorte que la structure de l'épargne s'accorde avec celle des financements nécessaires aux investissements que l'on souhaite développer. Différentes pistes peuvent être envisagées qui soulèvent de nombreuses questions. Notamment :

– On évoque souvent la nécessité de maintenir une stabilité des règles fiscales, ce qui est un principe raisonnable trop peu respecté. Mais au-delà, ne faut-il pas taxer les placements liquides ou accorder des avantages fiscaux plus substantiels aux placements longs et risqués ? N'est-ce pas la solution pour inciter à ce type de placements dans une solution de structure plate des taux d'intérêt ?

– Dans le même ordre d'idée, il apparait que la structure de placement des investisseurs institutionnels est souvent trop liquide par rapport à l'horizon de leur clientèle (en particulier les ménages pour lesquels ils gèrent). Cela s'explique par une ré-optimisation trop fréquente des positions, dans un contexte de forte concurrence et de relation d'agence inefficiente. Comment y remédier ?

– Le durcissement des réglementations des institutions et marchés financiers devrait logiquement renforcer la confiance dans leur

stabilité. Mais ces nouvelles dispositions peuvent aussi réduire l'activité de transformation de l'épargne liquide. A-t-on trouvé le bon équilibre ?
– Faut-il que l'État prenne en charge les risques portés par certains types d'investissements ? Ou est-il préférable de trouver les moyens de localiser et de mesurer ces risques, en particulier ceux qui concernent la transition écologique, pour en informer les investisseurs et réduire ainsi pour partie l'incertitude dans leurs décisions ?

EMMANUEL LECHYPRE — Nezha Hayat est présidente de l'Autorité marocaine du marché des capitaux. Elle est aussi vice-présidente du Comité régional Afrique et Moyen-Orient de l'Organisation internationale des Commissions de Valeur. Guillaume Cadiou est le président du directoire de Kepler Cheuvreux. Emil Stigsgaard Fuglsang est co-fondateur de la Fintech danoise Matter qui est une Fintech spécialisée dans l'investissement durable, notamment dans les plans de retraite durables. Rémy Weber est le président du directoire de la Banque Postale. Avec vous tous, nous sommes armés pour y voir plus clair sur cette relation étroite et complexe entre épargne et confiance. Que faut-il regarder ? Faut-il regarder le niveau d'épargne ? Faut-il regarder la composition de l'épargne ? Est-ce qu'il y a une rationalité que l'on peut dégager de tous ces comportements d'épargne ?

GUILLAUME CADIOU — La question intéressante est vraiment la structure de l'épargne. Il faut renverser un peu la question en se demandant quelles mesures incitatives nous devons prendre pour donner la confiance et inciter à une épargne vertueuse pour notre économie. C'est un peu : « Dis-moi comment tu épargnes, je te dirai qui tu es. »

Je fais deux constats. Le premier est que la confiance est très difficile à mesurer. C'est un concept fragile. Un cabinet de conseil en communication a récemment sorti une étude qui dit trois choses. Premièrement, qu'il y a un pessimisme ambiant, deuxièmement, une défiance grandissante à l'égard des institutions. C'est le reflet de la crise économique d'il y a dix ans, avec la peur du chô-

mage, de la technologie, des ruptures que cela peut entraîner sur l'emploi. Troisièmement, sans surprise, il y a un écart grandissant entre les gens les mieux informés, ceux qui ont la chance d'avoir fait des études et les autres. D'où l'épargne de précaution. D'après les statistiques européennes, au niveau macro, elle varie entre 5 % et 15 % selon les pays. Quand il y a une crise, elle augmente un peu, mais c'est relativement stable. Au niveau micro, il y a de fortes disparités. Une statistique de l'INSEE montre ainsi que les 20 % de ménages les plus pauvres en France n'épargnent que 7 % de leurs revenus. C'est quatre fois plus pour les ménages les plus riches. Quand cette épargne se constitue, elle a tendance à aller sur des actifs sans risque et à ne pas vraiment privilégier les actions des entreprises. L'investissement direct en actions en Europe est inférieur à 9 % dans la part de la fortune des ménages.

Mon deuxième constat porte sur les taux bas et l'abondance de liquidités. Aujourd'hui, il faut vraiment avoir confiance pour épargner et aller chercher du rendement. C'est inédit. Il y a des années qu'on n'a pas eu des taux aussi bas. À la fin de l'année dernière, on a cru qu'ils allaient remonter mais tout est retombé et ça a l'air de durer. Les Banques centrales réfléchissent à un nouveau programme de *Quantitative easing*, parfois ciblé sur quelques priorités comme le développement durable. Cette idée commence à se faire jour dans les esprits. Quand on veut du rendement, maintenant, il faut prendre beaucoup de risques. Je donne deux illustrations, dont la montée des fonds de *private equity*, 2 000 milliards aujourd'hui. Ceux qui investissent en actions vont de plus en plus vers ces véhicules pour un espoir de rendement plus élevé et surtout une moindre volatilité pendant la période d'investissement. GIC, un grand fonds singapourien, a annoncé récemment qu'il allait fortement augmenter la part des fonds de *private equity*. La deuxième conséquence est le prix de l'or. Harpagon, le plus bel épargnant de France, serait ravi, le prix de l'or a explosé et il est corrélé avec celui des actions. C'est la valeur refuge par excellence qui ne donne aucun rendement.

Dans ce contexte, je retourne la question : quelle confiance pour quelle épargne intéressante pour l'économie ? On a besoin d'une

économie qui donne un peu de rendement aux épargnants qui financent à leur tour l'économie et créent de la richesse. Les défis collectifs sont nombreux. Il y a le réchauffement climatique, le vieillissement de la population, la pauvreté dans certaines zones. Étant donné ces enjeux, le financement traditionnel, lié à la transformation bancaire en France, à l'assurance-vie, avec des obligations, est très bien pour une économie de rattrapage, mais ce n'est sans doute pas suffisant pour une économie liée à l'innovation. Il faut peut-être un peu plus de fonds propres cotés et non cotés.

Que peut-on faire tout d'abord du côté des intermédiaires financiers : les banques, les conseillers en gestion de patrimoine ? Ce sont des personnes ou des institutions clés dans la pédagogie de l'épargne. Aujourd'hui, quand on va voir une banque, on nous parle de fiscalité et de contrainte réglementaire, pour des raisons de transparence, de précautions d'information. C'est pavé de bonnes intentions, mais c'est comme entrer dans un restaurant, avec le maître d'hôtel qui nous dirait : « On va vous parler un peu des conditions sanitaires de la cuisine, de la façon dont le chef s'est lavé les mains, dont il a préparé les repas. » Ce n'est pas la meilleure manière de nous mettre en appétit et c'est un peu ce que font les banques aujourd'hui.

La deuxième idée est l'ESG, l'Environnement, le Social, la Gouvernance. Il y a dix ans, on commençait à en parler et aujourd'hui, c'est un passage obligé pour tous les investisseurs. Cela permet de définir pour les entreprises d'autres critères de performance pluriels que le seul profit et de créer un cycle assez vertueux qui force les gens à se préoccuper de ces sujets.

Troisième idée : la technologie. Le *crowdfunding* et la blockchain sont en train de tuer plusieurs chaînes de désintermédiation. Cela permet de mieux allouer la volonté d'épargne, avec des projets qui peuvent faire sens. Cette technologie existe depuis une dizaine d'années et on commence à peine à en voir les bénéfices. Il y a d'autres idées. L'économiste Andrew Lo[1], a suggéré d'utiliser la titrisation. Pour financer la lutte contre le cancer il explique que plutôt que de

1. Économiste spécialisé (1960) en finance, professeur au MIT.

mettre ses billes dans une molécule dont on ne sait pas si elle va donner les effets escomptés, on prend un portefeuille de molécules qui peuvent pour certaines avoir des effets bénéfiques pour les malades et pas pour d'autres. *Via* la titrisation, on partage le risque et on donne des armes supplémentaires à la lutte contre le cancer.

Enfin, la dernière idée est l'État qui joue un rôle crucial, celui de la fiscalité, de la réglementation et même parfois de l'investissement direct. En France, par exemple, l'État réfléchit à s'investir plus sur le *late stage*, la dernière étape. On arrive bien à financer de jeunes start-ups, mais quand elles grossissent, elles sont souvent obligées de se vendre à des fonds étrangers, parce qu'elles n'ont plus le financement qui permet de sortir les cinquante ou cent millions, pour aller vers le milliard en valorisation. Mais « l'État ne peut pas tout » ! Pourquoi ferait-il mieux dans l'investissement que le secteur privé ? La stabilité a ses vertus. Il vaut mieux procéder par petites touches. Le gradualisme en matière fiscale et réglementaire a aussi beaucoup de vertus. Il faut avancer à tâtons, avec conviction. Le monde est complexe. Les solutions le sont tout autant. C'est comme cela, en ayant en tête cette pédagogie de la nuance, de la mesure, qu'on arrivera à avoir le meilleur bénéfice de l'action gouvernementale.

EMMANUEL LECHYPRE — Un élément de plus en plus déterminant de la relation entre épargne et confiance est ce qu'on fait de cet argent épargné. Comment faire travailler cet argent ? La finalité de l'épargne peut aussi être un facteur de rétablissement de la confiance dans l'épargne. Quelle sorte de lien l'épargne peut-elle tisser avec la transition notamment environnementale ?

EMIL STIGSGAARD FUGLSANG — I am part of a fintech company specializing in sustainable investing. That means we do two things: we offer a sustainable pension product in Denmark; and we build software for asset managers and the financial industry to evaluate the sustainability of their investments. I come with a sort of outside perspective to the discussion of savings in France, but I wanted to start by sharing a

few observations from Denmark, that can also serve as an example or a way to understand how we might be able to increase savings rates and makes savings more productive.

As I see it, there are two main questions right now that we are discussing. The thing is why do people save up and is it an indicator of trust? Secondly, how do we make savings more productive for the economy? I agree that when we look at transitions over time in economies and we go through crises, we see increases in savings rates, in particular the liquid form of savings. Of course, that is absolutely a product of the crises emerging. However, if we look at general savings rates, I think there is so much more to why people save up, than just a sort of rational understanding of risk or perception of risk ahead of them.

I think there are two particular things we should look at. One is the more institutionalized or institutional explanation of where savings come from. A country like Denmark has some of the highest savings rates in the world, as well as some of the highest individual debt. It is a weird conundrum, but that is because of how our institutions have grown over time. If you look at it from a historical institutional perspective, we have built a pensions sector where we have some of the highest personal pensions savings in the world. In fact, we save up roughly 80 000 euros per Dane in pensions; that is the average for any Dane. Many Danish people have more than EUR 200 000, EUR 300 000 when they retire and that even goes for nurses or schoolteachers. We also have some of the highest individual debt because we use our pensions savings to lend the same money out to ourselves again via mortgages. The pension funds issue mortgage bonds that we use to finance our real estate.

That is just an observation of how savings in Denmark have become less liquid and more of the savings are actually placed in more illiquid assets, meaning in pension funds where you can lock up assets for 30, 40 years. From an institutional perspective that explains a lot of the savings in Denmark. People are not saving up for pensions because they fear or believe in a future crisis. They are saving up because they have to; some if is because it is the law; some of it is organized between institutions and the labor market;

and some of it is also what you would call a discourse of institution, which is parents telling their kids to remember pensions. This kind of behavior is driven by a lot of other things than rational understanding of risk and I think that is a very important place to look.

A second way of understanding why people save up and why we save is more from the phenomenological point of view. The social phenomenon of saving; why do we actually save? American economists are doing some really interesting research that has been conceptualized under the term, "Save More Tomorrow". I do not know if anyone is familiar with that name here, but it is basically trying to fix the problem that people today are not willing to give away current utility to get more utility tomorrow. It is best exemplified by the horrible example you can find on the Internet, with kids being presented with a marshmallow and they are told that if they do not eat it, they will get two marshmallows in an hour. They then record the kids smelling it, looking at it, some licking it but not eating it, while other just eat the marshmallow. It is a good comment of general human behavior that when we believe that we can rationalize our way out of explaining why we save, we sort of hit a wall of understanding which is people are not making very rational, deliberate decisions around this. A lot of it is embedded in a social phenomenon in the value of what it means to feel responsible for yourself, for your children, for you family and that also drives a lot of explanations for why we save up.

If we have to look at it from a policy point of view, I think there is something we can learn from the Danish perspective. You should absolutely not just learn everything from what we are doing in Denmark, but there is some inspiration to be drawn. That is a high degree of institutionalization of something like savings, particularly if we do understand that people are not rational enough to save up enough for tomorrow today. Why not try to drag that decision out of individual responsibility and institutionalize it, either by a hard institution, that is law, or be a voluntary commitment between the parties in the labor market? For example, unions making pensions savings a bigger part of the collective agreements than they are today.

I think there is something really interesting about the Danish system, which is that we have basically taken the liquidity that you would otherwise have, out of the market, put it into pension funds and locked it up in mortgages. The value of a lot of the Danish savings is now locked up in the institutions and that in of itself comes with a lot of promises, a lot of possibilities, but it also leads to an increased responsibility for the institutional investors. In the current system we have in the market, the global capitalistic system, an institutional investor carries a lot of risk and also a lot of responsibility for how the world develops. 40% to 50% of all the world's liquidly traded assets are owned by mutual funds, pensions savings, retirement savings and life insurance savings; that is almost half of what is being traded on the global stock exchanges.

That is something that the people in charge of deciding what our savings for the future are invested in, in a model like the Danish one where we try to make incentives to take the decision on savings away out of the individual and in to the institutions, have to be very aware of. I would like to ask you to raise your hands to the question, how many of you in here are actively investing in the extraction of more fossil fuels? –None, maybe one. –How many of you have pensions savings? –How many have a bank account or some saving product in a bank? Sadly, everyone else who raised their hand is most likely investing in the extraction of fossil fuels, the production of weapons, tobacco, etc., because that is how institutional investors act today.

I completely agree that ESG is on the rise, the evaluation of investments based on social, environmental and governance criteria. However, today there is five to seven times as much CO_2 underground as is currently noted on the world's stock exchanges, compared to what we can actually extract and admit under the Paris Agreement. That means that when we have institutionalized savings, we have taken it away from what we ourselves would do with our money and given it to institutional investors. We need to start looking much more at what that money is actually doing and what future it is building. Today, most institutional investors across Europe are investing at a target between three to seven degrees

temperature increases. I asked you to raise your hands again, I think very few people in here would say that they would like to back that scenario and invest in that world, but that is the reality today.

If we want to increase investments and want to institutionalize it, to put frameworks and structures down around how we invest our money, how we save up and take this decision out of the individual and give it to institutions, we need to start looking much more closely at what they are doing. Sadly, we are not doing that today. The institutional investors around the world are allocating capital to a future we cannot live in. As a final note, I think it is a paradox that is also very interesting from an almost philosophical point of view. Saving for the future is what defines a lot of human development, being able to extract something today, set it aside and not consume it, to wait for a rainy day. Today, saving up is at times almost saving up for a future you cannot live in. If you are saving up and your pension fund is investing that money in the extraction of more fossil fuels, the act of saving will not necessarily make you better off and that is a conundrum we have to deal with.

EMMANUEL LECHYPRE — Si je résume, on épargne beaucoup, parce qu'on veut donner du sens à son épargne mais en même temps, cette épargne ne rapporte pas forcément grand-chose dans un univers de taux d'intérêt quasiment nuls. Est-ce que les bons sentiments remplacent la rémunération ? Que dit-on aux épargnants ? Quel est le rapport des Français à l'épargne ?

RÉMY WEBER — L'épargne a deux fonctions majeures. D'abord, c'est le lissage des effets des aléas que les Français ont à subir sur leurs revenus. Ensuite, c'est le financement des investissements. On a vu dans la période tout à fait récente que la hausse du pouvoir d'achat est allée presque essentiellement vers l'épargne et très peu vers la consommation. Cette épargne de précaution est-elle une marque de confiance de la part des Français ? Évidemment non, c'est une marque de défiance. Les gens ont peur de ce que sera le long terme. Dans cette logique, l'épargne des Français est donc extrêmement sécuritaire. Elle n'optimise pas

les actifs. Elle va d'abord vers l'épargne liquide, vers l'immobilier, – les résidences principales – et aussi vers l'assurance-vie en euros, donc garantie. C'était déjà vrai quand les taux étaient moins bas et c'est vrai quel que soit le niveau de revenus. C'est également vrai quels que soient les âges. Un ménage de trente ans a à peu près les mêmes réflexes d'épargne qu'un ménage de soixante ans : la prudence d'abord.

Je vais prendre un exemple dans le cadre de notre mission d'accessibilité bancaire pour essayer de montrer, peut-être de façon un peu paradoxale, à quel point c'est ancré dans le mental des femmes et des hommes de notre pays. Les exclus du système ont très peu et vivent avec l'outil du livret A, pour pouvoir gérer leurs moyens de paiement, parce qu'ils n'ont pas réellement de compte bancaire. Ce sont cinq millions de personnes dans notre pays. Le jour des prestations sociales, le matin, ils viennent retirer onze euros et le soir, ils en déposent trois. C'est le début de l'épargne de précaution. Ce raisonnement existe dans tous les segments de notre clientèle. On dit souvent que les banquiers sont frileux en réalité, ce sont d'abord les Françaises et les Français qui le sont !

EMMANUEL LECHYPRE — Comment expliquer ce qui paraît assez mystérieux, à savoir que la France est à la fois le pays où l'épargne est la plus élevée et où le risque d'accident social est le plus faible ? On voit les filets de protection, les minima sociaux, le risque même de licenciement plus faible qu'ailleurs quand on est en CDI. Comment expliquer que malgré cette sécurité sociale au sens large, les Français épargnent beaucoup ? C'est culturel ?

RÉMY WEBER — Quand on veut comprendre et juger les comportements de l'épargnant, il ne faut pas être rationnel ! Si nous regardons l'évolution de l'épargne sur les deux dernières années en France, c'est d'abord l'épargne réglementée qui a connu le plus fort développement, deux fois plus que l'assurance-vie. Pourtant, l'assurance-vie a continué de progresser très fortement. On voit bien que cette tendance de croissance de 3 % environ sur les encours est vraie sur tous les segments de clientèle. C'est la peur de

manquer. Elle n'est pas ressentie uniquement par les plus fragiles, elle est largement répandue.

Il y a également toute la problématique démographique et le lien avec l'allongement de la durée de la vie. On peut parler d'épargne de précaution pour le long terme. Immédiatement, on va vers une préférence pour l'immobilier. Ce qui est vrai pour des zones tendues où les valorisations augmentent très régulièrement sur une partie de notre territoire, l'est moins dans des petites et moyennes villes, dans des centres villes, où les valorisations stagnent, voire baissent. Même dans ces zones, tout notre dispositif et notre culture poussent les Français vers leur inclination naturelle à être propriétaires de leur résidence. Est-ce le meilleur devoir de conseil dans certains endroits ? Peut-être pas. Une personne âgée qui souhaite se mettre à l'abri dans une résidence médicalisée ou autre grâce à la vente de son bien immobilier, se rend compte que ce bien ne vaut plus ce qu'elle imaginait et parfois, n'est même pas vendable. Il y a là une responsabilité de l'écosystème sur cette épargne longue, que l'on croit être une grande protection. Il est assez désolant de faire ce constat.

C'est tout le sens du devoir de conseil. Il est évidemment très important et met au premier plan, plus que les *robot advisers*, plus que les algorithmes, la réalité d'une compréhension et d'un dialogue avec les conseillers qui sont excellents chez nous. On joue sa vie sur la manière dont on structure son épargne.

Le devoir de conseil n'est pas facile, mais la confiance se gagne également par l'adaptabilité et la souplesse dans un environnement de plus en plus incertain. C'est le sens de tous les dispositifs qui ont été modifiés pour rendre les produits long terme plus attractifs. Là, nous sommes dans la partie épargne comme outil d'investissement. Ces nouvelles règles du jeu de l'épargne doivent apporter un surcroît de confiance. En réalité, qu'est-ce qui fait bouger les lignes dans ces cas-là ? Ce n'est pas vraiment la confiance, c'est d'abord l'impact fiscal et de ce point de vue, la fiscalité est absolument essentielle, puisqu'elle permet le cas échéant de faire bouger les structures de l'épargne, pour aller vers des placements risqués qui jusqu'ici n'ont pas connu de fiscalité favorable. C'est en train de

changer, avec par exemple le plan d'épargne retraite individuel, le PERIN qui est mis en place dans la loi Pacte. Le PERIN dépendra très précisément pour sa réussite du dosage fiscal dans les ordonnances que nous attendons, pour savoir si nous basculons de l'assurance-vie vers ce plan d'épargne retraite qui est très bien, simplifié, plus souple, etc., mais s'il n'y a pas le cliquet fiscal, ce sera un nouveau très bon produit qui ne représentera pas les 400 milliards attendus à la fin des fins. Tout cela est lié.

Un autre point clé est l'excès de réglementation. Évidemment, il fallait que les banques soient beaucoup plus régulées, qu'on soit à l'abri des risques systémiques. Avoir une meilleure connaissance, une meilleure prévention, une maîtrise des risques : tout cela est vrai, mais il vient un moment où il y a de l'excès. Qu'est-ce que cela fait en matière d'épargne, pour aller vers des classes d'actifs à long terme illiquides ? Cela fait tout simplement que dans le bilan des banques, il faut mettre beaucoup de fonds propres, pour aller d'une classe d'actifs vers l'autre. On peut avoir cette situation paradoxale où la réglementation prudentielle est peu cohérente avec les incitations fiscales pour les ménages au financement d'actifs longs et risqués. Pour y aller, il faut mettre beaucoup plus de fonds propres, afin que l'épargne devienne favorable. Or, tout est fait pour que nous mettions l'épargne longue dans du souverain et pas dans des actifs risqués sur les entreprises.

Le vrai point de confiance est de donner du sens à notre épargne. De quoi notre épargne est-elle faite ? À quoi sert-elle ? Sur ce point, on passe de l'intérêt individuel à la préoccupation collective. On l'a vu par exemple sur l'épargne salariale, avec un mouvement très fort vers les Investissements Socialement Responsables. Ce mouvement a été extrêmement fort, puisque plus de 50 % de l'épargne salariale ont été mis en mouvement, avec notamment l'ensemble des fonds solidaires. Les dimensions de solidarité, de citoyenneté, de durabilité des activités économiques, de préservation de l'environnement deviennent absolument déterminantes. Nos concitoyens demandent du sens et nos enfants nous interdisent de ne pas donner du sens. C'est vrai en France, mais c'est vrai partout ailleurs dans le monde. Dans ce contexte, la

Banque Postale est une banque citoyenne. Elle cherche à devenir un acteur majeur de la finance responsable. Nous sommes, banque et filiales, en neutralité carbone. Nous avons un plan absolument radical sur le charbon. Il y a deux ans, nous avons décidé de faire en sorte que notre groupe d'asset management soit entièrement en investissement responsable fin 2020. Dans cet investissement long terme, il y a la foi en l'avenir et c'est ce qui fait la confiance dont nous avons besoin.

EMMANUEL LECHYPRE — Dans dix ans, les clients se rendront compte que les placements ne sont pas rémunérateurs, ils n'auront pas grand-chose. En fait, ce sera le lot de consolation. Cela leur fera une belle jambe d'avoir investi pour la planète. Cette spécificité française qui est l'instabilité fiscale permanente ne finit-elle pas par détruire le sens de chaque mesure fiscale ? Je me mets à la place des personnes qui veulent investir dans l'immobilier locatif, il faut être dingue. Les règles changent tout le temps, quelle que soit la nature de la mesure annoncée.

GUILLAUME CADIOU — La vertu en matière de fiscalité est la stabilité avec si nécessaire des modifications par petites touches et sans passer d'un extrême à l'autre. L''immobilier est à ce titre un bon exemple.

EMMANUEL LECHYPRE — Nezha Hayat, nous avons évoqué des problématiques de pays très riches et très développées, vous venez d'un pays émergent et dynamique. Quel est le rapport des Marocains à l'épargne ? L'économie bénéficie-t-elle de beaucoup d'épargne? Quels sont les produits dont les Marocains disposent pour épargner aujourd'hui ? Comment s'insère la question de la confiance au Maroc ?

NEZHA HAYAT — La première mission de l'Autorité marocaine du marché des capitaux est la protection de l'épargne investie en instruments financiers. Le rôle de cette autorité est aussi de faire en sorte qu'il y ait des mécanismes très clairs. Il faut qu'il y

ait un environnement qui inspire confiance aux investisseurs et aux épargnants. Le comportement des investisseurs et des épargnants lorsqu'ils sont face à leur épargne longue répond aux mêmes critères et aux mêmes interrogations.

Quelques chiffres, pour illustrer mes propos : selon une étude récente menée dans le cadre de notre Comité national de stratégie d'inclusion financière, seuls 29 % des adultes disposent d'un compte bancaire et encore, c'est parce qu'on a été aidé par la création de la Banque Postale. On a commencé par faire en sorte que les Marocains puissent disposer des services bancaires de base. Cela dit, cela ne signifie pas que ceux qui ne disposent pas d'un compte bancaire n'ont pas d'épargne. C'est d'ordre culturel. Il y a de l'économie informelle, comme dans beaucoup d'autres pays, mais il y a aussi des comportements qui sont d'ordre culturel. Les gens préfèrent encore disposer de leur argent chez eux. Beaucoup de mesures ont été prises, pour essayer de réduire l'utilisation des billets de banque, mais on est encore un pays où on peut payer en argent liquide. Même parmi les gens qui ont des comptes bancaires, seuls 3 % s'endettent, prennent un crédit bancaire. Certains qui disposent pourtant d'un compte bancaire préfèrent s'endetter auprès de la famille, même pour acheter leur logement.

Il y a d'une part des comportements culturels et d'autre part, des comportements liés au niveau économique et social d'une partie de la population. Il ne faut pas s'en cacher. Certaines mesures sont prises pour développer l'économie et les investissements. C'est là que nous avons cruellement besoin de l'épargne longue. Aujourd'hui, les marchés des capitaux contribuent à moins de 10 % au financement des investissements et c'est peu. Nous devons également agir dans ce sens.

Il est également important de souligner que 70 % de la population a moins de 30 ans. Nous nous devons d'accompagner la création d'emplois et qui dit création d'emplois dit financement. C'est aussi un meilleur accès au financement pour les PME, les TPE, mais également pour les fameuses start-ups. Des fonds sont mis en place par le gouvernement, pour accompagner certaines start-ups, mais également pour financer le développement des PME. Dans le

cadre des évolutions législatives, nous allons pouvoir agréer des plateformes de *crowdfunding*. Là, nous faisons face à de nouveaux risques liés à l'innovation, mais nous sommes obligés d'y aller et d'accompagner ce mouvement.

Quel est le rôle de l'Autorité des marchés de capitaux pour inciter ceux qui ont déjà une épargne financière à ne pas la laisser dans les dépôts bancaires ? Aujourd'hui, plus de 80 % de cette épargne sont des comptes bancaires rémunérés ou non. C'est somme toute assez liquide. Ils vont moins vers les OPCVM ou la Bourse. Depuis trois ans, c'est une stratégie que nous avons menée à l'Autorité des marchés pour essayer de comprendre comment nous pouvions développer ces marchés financiers, afin qu'ils contribuent au financement de l'économie et qu'ils puissent donner des opportunités d'épargne pour les épargnants. Dans ce cadre, nous avons d'abord travaillé sur tout ce qui était de nature à améliorer la transparence et l'information aux émetteurs. Nous avons publié très récemment une circulaire qui régit l'appel public à l'épargne. Toutes les sociétés, cotées ou non, devront également publier un rapport ESG. On s'est intéressé au financement par les marchés des projets verts, à impact climatique, mais aussi de développement durable.

La stratégie nationale est d'être moins dépendants de l'énergie que nous importons, des hydrocarbures et de pouvoir financer tous les projets, que ce soit l'énergie solaire, éolienne et autres. Depuis la COP22, au niveau du secteur financier, nous avons mené un certain nombre de campagnes et pris des mesures pour promouvoir le financement de ces projets. C'est ce qui fait qu'aujourd'hui, par exemple, le marché des capitaux marocains est le deuxième en Afrique en nombre d'émissions de *green* et même de *social bonds*. Il a fallu travailler sur la qualité de l'information, mais aussi sur l'adéquation de la Bourse des valeurs, de notre marché des capitaux avec la réalité de l'économie.

Les investissements viennent d'abord des projets publics, souvent d'un partenariat public-privé et des PME, des entreprises familiales. Il fallait adapter notre Bourse et les règles, pour financer ces projets-là. Une réforme de la Bourse permet aujourd'hui de créer un marché alternatif dédié aux PME, où les conditions

d'entrée à la Bourse seront allégées, un peu comme en Europe. Nous n'avons rien inventé, mais nous innovons aussi, en créant un compartiment réservé aux investisseurs qualifiés, pour pouvoir financer des projets plus risqués, à long terme, comme des projets d'infrastructures.

Comment ces grandes orientations touchent-elles ceux qui ont investi en Bourse ? Lorsqu'il y a eu quelques opérations de privatisation, ils pensent que cela ne pouvait qu'augmenter et quand cela a commencé à baisser, ils se sont rétractés. Comment parler à ceux qui n'ont pas la culture pour faire face à ce type d'investissement ou qui croient plus dans la terre ou le foncier ? Il y a quelques actions phares sur lesquelles nous avons choisi de communiquer. Dans les mesures que nous avons prises, la publication des sanctions est très populaire et très suivie. Les gens sont ravis de s'assurer que tous les intervenants sont bien contrôlés. Aujourd'hui, nous créons les conseillers en investissement financier, en dehors même du système bancaire, avec des cartes d'habilitation comme c'est le cas en France ou dans d'autres pays.

QUESTION DU PUBLIC — Comment peut-on être beaucoup plus transparent ? Est-ce une question de marketing ? D'outils ?

EMIL STIGSGAARD FUGLSANG — We actually do that in my company, and it is fairly simple. The technology is there today, so the person who buys a sustainable pension by us can see all the equity, all the bonds, all the real assets, including real estate, forest and renewable energy products they are invested in. The technology is out there today, and I think France has actually issued Article 173 in your energy transition law, or something like that, which regulates exactly this, the exposure to climate risk in an investment portfolio to people. Therefore, from a technological point of view I think there are a lot of things we can do. I think from a regulatory point of view it is important that the rest of Europe follows the example of France and sets clear demands and says that you cannot sell a single retail investment or savings product without disclosing exactly what the money is being invested in. It

is not enough to do it once a year in a 200-page report that you hide on your web page; you have to develop digital tools, show it to the end-customer and do that by something like 2021.

QUESTION DU PUBLIC — Comment sont classés les services financiers au niveau de la Commission européenne ? Un *scoreboard* est publié chaque année et il fait apparaître que les services financiers français sont 24e sur 25. C'est l'un des plus mauvais services rendus au niveau des consommateurs en Europe. Le Danemark est à peine un peu mieux, puisqu'il est 23e sur 25. Quel est le problème au niveau des intermédiaires ? Pourquoi sommes-nous si mal classés ?

RÉMY WEBER — Nous avons une structure d'épargne différente des autres pays. Quand nous voyons l'engouement de nos clients pour l'ensemble de l'épargne telle que nous la proposons, j'estime qu'ils en sont très satisfaits. Il est très difficile de classer de la même manière l'assurance-vie et l'épargne réglementée en France, avec d'autres formes d'épargne. Le vrai problème tourne autour de l'épargne longue illiquide. Là, nous ne savons pas objectivement mettre en face ce qui conviendrait pour pouvoir être plus performants.

JEAN-PAUL POLLIN — Quelques mots pour conclure ce débat qui me semble avoir été largement consensuel. Les interventions ont confirmé que la question posée était piégeuse en la contournant et en traitant d'un sujet un peu différent : comment faire pour que l'épargne s'oriente vers des investissements garantissant un futur soutenable et porteur de mieux vivre, ce qui n'est pas nécessairement synonyme de croissance à tout prix ? Les acteurs du système financier nous ont assuré qu'ils avaient bien compris la question, mais il leur reste du chemin à parcourir pour que l'évolution de leurs pratiques y apportent des réponses convaincantes. Quant aux pouvoirs publics, ils ont fait l'objet d'interpellations qui montrent qu'ils sont encore loin d'avoir mis en place les incitations, le cadre fiscal et réglementaire capable de contribuer à la résolution du problème.

LA CONCURRENCE FISCALE EST-ELLE INÉVITABLE ?

7

COORDINATION **Alain Trannoy** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Cecilia García-Peñalosa** *(CNRS)*
Éric Léandri *(Qwant)*
Olivier Péronnet *(FINEXSI)*
Pascal Saint-Amans *(OCDE)*

MODÉRATION **Philippe Escande** *(Le Monde)*

PHILIPPE ESCANDE — Ah, les impôts ! Voilà un sujet qui déchaîne les passions à peu près depuis leur invention, il y a quelques millénaires. Encore cette année, il était au cœur des revendications des gilets jaunes. C'est pire quand entreprises ou particuliers sautent les frontières à la recherche d'une moindre contribution, d'un paysage de paradis tropicaux lointains et de voisins irlandais tout proches – on appelle cela de l'optimisation – et quand l'envie est trop forte, d'évasion, voire de fraude.

Alors, la concurrence fiscale est-elle une calamité pour les États ou une saine émulation ? Comment limiter les abus, dont les paradis fiscaux sont les plus évidents ? Comment s'attaquer au cas du numérique et des GAFA ?

ALAIN TRANNOY — C'est évidemment un sujet dont on peut trouver trace dans les médias. Ainsi Boris Johnson a-t-il annoncé que s'il était désigné comme Premier ministre de la Grande-Bretagne, il ouvrirait cinq localisations au Royaume-Uni pour en faire des paradis fiscaux, dont Aberdeen, en Écosse. Ce qui a sans doute un lien avec les tentations indépendantistes de l'Écosse.

C'est donc un sujet qui revient sans arrêt dans le débat public et s'insère dans le thème de ces Rencontres à plusieurs niveaux. D'abord au niveau de la confiance entre les citoyens et l'État. Est-ce que tout le monde paye bien son dû ? Entre l'État et les entreprises. Est-ce que la concurrence est équitable ? C'est enfin la confiance entre les différents États. On pense bien sûr aux coups tordus de certains États qui permettent d'attirer chez eux des entreprises en leur promettant par exemple des rabais sur l'impôt sur les sociétés.

Les mécanismes derrière la compétition fiscale sont assez simples à comprendre. Le premier ressort, c'est la mobilité, celle des facteurs, du capital, du travail qualifié en particulier qui s'est accéléré depuis une trentaine d'années avec la mondialisation et avec Internet qui réduit considérablement les coûts de transaction sur les échanges d'informations, en particulier les échanges financiers. C'est également le fait qu'il y ait maintenant une partie du monde qui parle le « globish » (*global English*), ce qui conduit à une diminution des coûts de mobilité.

Le deuxième ressort, c'est l'existence d'une compétition au niveau mondial où les États cherchent à attirer le maximum d'entreprises chez eux ou encore le maximum de salariés qualifiés. Cette compétition peut s'exercer « à la régulière », c'est-à-dire qu'il peut y avoir une compétition sur le niveau de la formation, de la main-d'œuvre, de la recherche et du développement, de la qualité juridique, des institutions du pays. Mais elle peut également s'exercer par le biais des taux d'imposition ou de base d'imposition et là, le ressort est le fait que chaque nation peut se dire qu'elle n'a pas intérêt à un accord international. En effet, si elle propose aux entreprises un taux plus faible ou des rabais sous forme de rescrit fiscal plus important que ses voisins, elle arrivera à attirer plus d'entreprises. Il y a donc, en creux, l'idée du dilemme du prisonnier, l'idée d'un conflit entre l'intérêt individuel et l'intérêt collectif. L'intérêt collectif serait d'essayer d'avoir des bases relativement harmonisées, de s'entendre sur des gammes de taux. L'intérêt individuel est au contraire d'essayer de jouer au dilemme du prisonnier et au passager clandestin.

On peut poursuivre avec un peu d'histoire, en disant que de manière assez surprenante et imprévisible, l'Europe dans les années

1960 et 1970 a été le moteur de cette concurrence fiscale. Cela a été le cas en particulier sous la triple influence de l'Irlande, pays relativement pauvre à l'époque, du Luxembourg au cœur de l'Europe, et des Pays-Bas qui ont fait partie des pays fondateurs. Assez curieusement, l'Europe est donc devenue le théâtre de cette concurrence fiscale. Pour répondre à cette problématique, l'OCDE a joué le rôle d'un acteur qui permet d'abord la discussion, progressivement la collaboration, puis la mise en place de bonnes pratiques non seulement entre les pays développés, mais entre tous les pays du monde.

Pour terminer, j'aimerai dire un mot pour répondre à la question de savoir si la concurrence fiscale est une bonne chose ou non. En général, les économistes considèrent que par rapport à une situation sans taxe, c'est une mauvaise chose, parce que les entreprises vont choisir des pays non pas en fonction des qualités de la main-d'œuvre, ou des qualités du système juridique, etc., mais en fonction du taux de taxes. Il va donc y avoir une distorsion. À cela, d'autres économistes répondent que la concurrence fiscale permet de limiter les ambitions financières en termes de recettes fiscales des États. L'évidence empirique n'est pas complètement concluante, parce qu'il n'y a pas de baisse des recettes totales concernant par exemple l'impôt sur les sociétés.

La dernière chose qui pourrait être en faveur de la concurrence fiscale, c'est le fait que si les taux d'intérêt sont si bas depuis une quinzaine d'années, c'est peut-être aussi parce que le rendement des nouveaux investissements, des nouvelles innovations n'est pas aussi élevé que par le passé. En diminuant les taux d'imposition sur le capital, la concurrence permet donc de rentabiliser des investissements qui sans cela seraient d'un rendement relativement faible. Il pourrait y avoir quelque part une ruse de la concurrence fiscale qui serait bonne, alors même que dans un environnement technologiquement stable, elle serait considérée comme néfaste.

PHILIPPE ESCANDE — Autrement dit, la concurrence viendrait remplacer le manque d'innovation ! C'est une piste originale et intéressante. Mais, où en sommes-nous aujourd'hui sur cette question de la concurrence fiscale ?

Pascal Saint-Amans, vous dirigez le centre de politique et d'administration fiscale de l'OCDE depuis plus de dix ans. Vous avez, au cours de ces nombreuses années, piloté les tentatives d'harmonisation de la fiscalité au niveau international. Vous êtes un peu le tombeur des paradis fiscaux. Nous aimerions comprendre avec vous ce qu'est la concurrence fiscale moderne, d'où elle vient et comment vous vous y êtes attaqué.

PASCAL SAINT-AMANS — Je dirai d'abord que la fiscalité est un droit régalien, au cœur de la souveraineté des États et que dans le cadre de la globalisation, la concurrence fiscale que peuvent se livrer les États est légitime dans la mesure où ils utilisent leur fiscalité comme un moyen d'attirer les investissements et les bénéfices. Cependant, si la concurrence fiscale est acceptable en tant que telle, lorsqu'elle devient dommageable pour d'autres pays alors elle est néfaste et doit être régulée.

La globalisation a conduit à la fin du contrôle des changes et à la liberté de circulation des personnes, des capitaux, des services et des biens. Les différences entre les systèmes fiscaux sont devenues beaucoup plus visibles et certaines petites économies ouvertes ont saisi cette opportunité pour attirer des capitaux et des activités portant préjudice aux grands États dont les recettes ont été amputées, parfois très fortement.

Dans les années 1990, il y a eu une première tentative du G7 demandant à l'OCDE de lutter contre les concurrences fiscales dites « dommageables. » L'OCDE s'est attaqué au sujet sous deux angles. Le premier angle était celui du secret bancaire et de l'opacité qui était une façon de faire de la concurrence fiscale. Dans les îles Vierges Britanniques, il y a 10 ans, vous aviez environ 30 000 habitants et 850 000 sociétés incorporées, ce qui représente beaucoup de sociétés par habitant et ce n'étaient évidemment pas les habitants des îles Vierges qui en étaient propriétaires. En Suisse, le secret bancaire permettait un transfert de la matière taxable et de faire vivre l'industrie suisse qui se partageait l'impôt économisé. On payait un peu plus de commissions à la Banque suisse et cela correspondait à une économie d'impôt.

Le deuxième angle d'attaque était celui de la nature même de la concurrence fiscale. Les États étant souverains fiscalement, ils sont libres de fixer leur taux et de mettre en place des régimes dérogatoires, qui attirent de la matière taxable sans créer de l'emploi dans le pays où elle se trouve. L'OCDE a essayé de lutter contre cet état de fait dans les années 90 mais ça n'a pas marché, les États disant : « Nous sommes souverains, nous faisons ce que nous voulons. »

Au début des années 2000, les Européens ont mis en place une directive sur l'épargne, pour mettre fin au secret bancaire mais ont finalement décidé de garder le secret bancaire. Si vous travailliez à l'OCDE à cette époque et que vous alliez aux Bahamas, on vous disait : « Vous êtes très sympathique, mais commencez par mettre fin au secret bancaire au Luxembourg, en Suisse et revenez ensuite. » Au niveau de l'administration américaine, Bill Clinton avait lancé le sujet et quand Georges Bush est arrivé, il a dit : « Il n'y a pas de paradis fiscal, il n'y a que des enfers fiscaux. Les paradis fiscaux vont permettre aux enfers fiscaux de réduire leurs charges fiscales, de favoriser les investissements et le reste. »

Les choses ont fondamentalement changé avec la crise financière de 2008, qui a sonné comme un rappel à l'ordre. Les États ont eu besoin de fonds, notamment pour éviter l'effondrement des banques, alors que ces mêmes banques aidaient certains contribuables à ne pas payer leurs impôts. C'est ainsi que les dirigeants, quelles que soient leurs affinités politiques ont voulu mettre fin au secret bancaire. À partir de 2008, le G20 et l'OCDE ont entrepris d'importants travaux visant à mettre fin au secret bancaire en matière fiscale, ce fut le premier volet. Le G20, établi le 15 novembre 2008, a réuni un sommet en avril 2009, où l'urgence d'agir contre les pays avec un secret bancaire s'est fait sentir notamment pour répondre à une opinion publique émue de la crise financière. L'OCDE a donc proposé d'établir une liste de pays non-coopératifs et de mettre en place un système pour en finir avec le secret bancaire et l'opacité. Aujourd'hui, nous pouvons dire qu'avec la mise en place du standard sur l'échange automatique de renseignements des comptes financiers, le secret bancaire, c'est fini. Les informations concernant près de 50 millions de comptes

bancaires ont été échangées par presque 100 pays le 30 septembre 2018, représentant plus de 5 000 milliards d'euros. Les quelques juridictions qui ne sont pas encore conformes sont en train de se conformer.

Il a ensuite fallu s'attaquer au second volet qui était celui de la concurrence fiscale s'opérant sur l'impôt sur les sociétés. Du fait de l'absence de régulation fiscale de la globalisation, les entreprises multinationales, qui par ailleurs ont eu des comportements de plus en plus agressifs d'un point de vue fiscal, transféraient, grâce à des montages fiscaux, leurs bénéfices imposables vers des lieux où il y a peu ou pas d'activité économique mais où la fiscalité est faible, avec, par voie de conséquence, une imposition faible ou nulle.

En 2012, le G20 a donné mandat à l'OCDE d'établir un plan d'action permettant de lutter contre ces pratiques. Le projet *BEPS*, – de l'anglais *Base Erosion and Profit Shifting* – qui a donné lieu à la publication de rapports finaux en 2015, a marqué un tournant en matière de concurrence fiscale. Aujourd'hui, nous disposons d'une boîte à outils qui fait que les pays ne peuvent plus attirer des bénéfices sans qu'il y ait d'activité sur place.

Le degré de coopération n'a jamais été aussi élevé qu'aujourd'hui. Cependant, il reste un important défi sur lequel les États doivent s'accorder, qui est la question du traitement de la numérisation de l'économie. La question plus fondamentale aujourd'hui est la suivante : peut-on vraiment mettre fin à la concurrence fiscale plus radicalement que par ces deux tentatives du G20 qui ont changé assez radicalement la donne ?

PHILIPPE ESCANDE — Nous étions dans l'infiniment grand, avec ces masses monétaires géantes qui gravitent autour du monde, nous retrouvons l'Europe avec vous Éric Léandri qui avez créé et dirigez maintenant le moteur de recherche Qwant, le Google européen. En tout cas, c'est son ambition.

ÉRIC LÉANDRI — Sauf pour la fiscalité ! J'aime beaucoup ce qui vient d'être dit sur la confiance. Ce qui commence à émerger aujourd'hui dans mon activité, est en effet un vrai problème

de confiance globale. Les gens commencent à se demander s'ils doivent faire confiance à un service et si ce service rend l'argent qu'il a gagné et permet à tout un chacun de vivre mieux.

Aujourd'hui, nous sommes en train de monter un petit moteur de recherche qui grandit plutôt bien. Il faut savoir qu'un moteur de recherche requiert des ingénieurs, la mise en place de systèmes de publicité, une résidence fiscale claire pour son entreprise. Quand on emploie des ingénieurs, cela veut dire des taxes, des charges, cela veut dire payer des impôts quand vous gagnez de l'argent. D'ailleurs, j'ai une grande annonce à faire : Qwant est tout petit, mais en 2014, nous avons fait 500 000 euros de bénéfices, nous avons donc payé nos impôts, ce qui est déjà beaucoup plus que Google en France !

Un mot de la French Tech et un de mes actionnaires, Axel Springer qui fait plusieurs milliards. Nous sommes sur un marché où les concurrents peuvent payer beaucoup plus cher leurs employés parce que parfois ils ne sont même pas domiciliés dans le pays où ils travaillent. Nous sommes dans un marché où nos concurrents peuvent utiliser l'argent qu'ils ne payent pas en impôts pour investir dans des start-ups et dire qu'ils remettent ainsi de l'argent dans les pays.

Quand vous investissez dans une autre entreprise, vous gagnez encore plus d'argent et si vous faites de bons investissements, vous revendez, gagnez encore plus d'argent et pouvez encore réinvestir. Cet argent-là n'est pas utilisé.

Pour revenir à Qwant, on me dit que je paye trop mes employés, mais je les paie 40 % à 50 % de moins que la concurrence et en plus, je ne peux pas les défiscaliser !

Ce qu'il faut comprendre, c'est que nous luttons contre des gens qui amènent aujourd'hui un deuxième problème sur la table. Je m'explique : cette année, nous avons dû aller discuter tous ensemble, – la French Tech, des gens de la Tech en général, – sur une taxe GAFA. Cette taxe GAFA s'est transformée en une taxe sur le chiffre d'affaires. Je ne sais pas si vous voyez ce qu'est une taxe sur le chiffre d'affaires, mais en gros, pour une entreprise du numérique, il n'y a pas pire. Moi, je fais du chiffre d'affaires, mais j'ai embauché cent personnes et j'investis énormément. À la fin de

l'année, je serai donc négatif. La taxe sur le chiffre d'affaires vient s'ajouter à mes investissements et à mon résultat négatif. L'année prochaine, je serai positif, je serai soumis à la taxe normale, les impôts, puisque je suis en France et que l'ensemble de mes activités à travers le monde est payé en France. Je paye une taxe normale sur les impôts sur la société et en plus de cette taxe normale, j'aurai droit à une taxe sur le chiffre d'affaires.

J'ai donc une double imposition dans mon propre pays. Pourquoi ? Parce que d'autres ne paient rien dans ce pays et qu'il n'y a aucun moyen de les taxer.

PHILIPPE ESCANDE — Vous étiez favorable à cette taxe GAFA ?

ÉRIC LÉANDRI — Je suis favorable à tout ce qui peut changer le niveau de jeu. Il faut revenir à un niveau de jeu cohérent pour tout le monde. Il faut trouver une façon de taxer les GAFA, de taxer la vente de vos données personnelles dans le *real-time bidding*, c'est-à-dire le temps réel de la vente de données sur Internet. Il faut le taxer, sinon, on ne va pas s'y retrouver.

Nous formons des ingénieurs de très haut niveau, nous payons nos rues, nos écoles, nos universités notre santé et au final et tout ça est menacé par quelques uns.

PHILIPPE ESCANDE — Olivier Péronnet, vous êtes en quelque sorte de l'autre côté de la barrière puisque vous êtes conseiller financier pour de nombreuses entreprises.

Il est vrai qu'on a tendance à assimiler les notions d'optimisation, d'évasion et de fraude. Nous aimerions savoir quels problèmes cela peut poser aujourd'hui pour des entreprises qui sont censées être les premières bénéficiaires de la concurrence fiscale ?

OLIVIER PÉRONNET — On ne peut évidemment pas apporter la même réponse sur les notions d'optimisation et de bénéfice de la concurrence fiscale pour un groupe mondialisé et une entreprise locale. C'est d'ailleurs bien l'enjeu du débat.

Si nous voulons entrer un peu dans les nuances sémantiques de la compétition fiscale, je dirais que l'optimisation fait justement ressortir une donnée intéressante. Si vous observez les groupes mondialisés français ou autres, que vous regardez leur taux global d'imposition effectif, vous vous apercevez qu'il est pour la plupart inférieur à leur taux national quand ils sont dans des pays de l'OCDE. En tant que telle, cette donnée peut répondre à un souci d'optimisation assez légitime de la part des entreprises. Tout patron va chercher à avoir une performance financière au moins analogue à celle de ses concurrents. La performance fiscale tient donc une place importante. Néanmoins, il reste que cette différence de taux effectif d'imposition fait précisément ressortir cette distorsion de concurrence.

Ensuite, pour parler d'évasion et de fraude, on entre dans un autre monde, celui des montages considérables en réunissant un grand nombre de pays autour de l'objectif commun de faire cesser ces pratiques et de définir un alignement des pratiques entre États, en supprimant les *patent boxes*, en supprimant la limite de déduction des intérêts et en fixant des règles de *transfert pricing* qui correspondent à la réalité économique des pays qui produisent la richesse. Nous pouvons donc espérer des résultats mesurables.

La fraude est aussi assez bien traitée par ce même *BEPS*. L'échange de données, la lutte contre les paradis fiscaux qui donnent lieu à des poursuites fiscales et parfois à des poursuites pénales, les mesures Tracfin qui s'insèrent dans ce dispositif rappellent les moyens mis en œuvre dans la lutte contre le terrorisme ou contre les trafics en tout genre. De façon un peu un peu triviale, je dirais qu'on ne rigole plus car les règles du jeu ont été fixées et que les États se sont engagés à les faire appliquer.

PHILIPPE ESCANDE — Cecilia García-Peñalosa vous êtes directrice de recherche au CNRS et l'EHESS mais également professeure d'économie à l'Université Aix-Marseille. Éric Léandri l'a évoqué, la concurrence fiscale ne concerne pas seulement les entreprises, elle concerne aussi les hommes qui peuvent passer les frontières pour bénéficier d'une fiscalité plus avantageuse. Il y a aussi un effet sur l'innovation.

CECILIA GARCÍA-PEÑALOSA — Je commencerai par l'innovation et par un point sur la fiscalité. Le crédit impôt-recherche est utilisé dans un grand nombre de pays alors qu'il est relativement inefficace. En effet, on connaît les effets positifs sur les dépenses en recherche, mais on ne trouve pas de vrai effet sur les taux d'innovation et sur les taux de croissance. En revanche, la fiscalité des entreprises dans son ensemble semble avoir un effet important. C'est en tout cas ce qu'on peut déduire de travaux portant sur l'étude de la fiscalité durant le XXe siècle aux États-Unis. On voit clairement que la différence de fiscalité entre les différents États américains incite au déplacement les entreprises qui bougent d'un État à l'autre. Cette étude constate un impact très important de la fiscalité car les entreprises qui font de l'innovation vont aller dans les endroits où leurs profits seront les moins imposés. Toutefois, les individus innovateurs vont également être sensibles aux incitations fiscales. Une étude plus récente met en évidence l'importance du déplacement des grands innovateurs définis comme les individus dont les brevets sont dans les 1 %, 2 % ou 3 % les plus cités dans le monde aujourd'hui. Au cours de leur carrière, ces individus vont se déplacer d'un pays à l'autre, en réponse à la fiscalité qui a un effet très considérable. Si on fait une simulation de ce qui se serait passé en France, au début des années 2000 si les taux d'imposition sur le revenu, si le taux marginal maximum avait été plus faible de 10 points, la France aurait pu récupérer 6 % de ses chercheurs à l'étranger et augmenter de 50 % le nombre de chercheurs en France.

Toutefois, il serait réducteur de ne parler que des taux d'imposition. En effet, il convient également d'évoquer les côtés positifs de la fiscalité et ce que l'État donne par le biais des dépenses publiques. On voit ainsi apparaître aujourd'hui, dans certains milieux, des individus qui agissent en optimisateurs fiscaux tout au cours de leur vie. Ils viennent en France où l'éducation est de qualité et gratuite pour se former. Ensuite, ils partent à l'étranger, là où les impôts sont plus faibles, quand ils sont très productifs. Enfin, ils reviennent en France en fin de carrière pour profiter d'un système de santé généreux qui va faciliter leur vie avec l'arrivée du

grand âge. Il y a donc là aussi un type de concurrence qui se met en place, auquel les États semblent vouloir répondre aujourd'hui.

On a parlé de la concurrence fiscale par rapport aux entreprises, mais il y a une forme de concurrence fiscale beaucoup plus cachée qui s'est mise en place pendant la dernière décennie : les niches fiscales pour les talents. Aujourd'hui, parmi les États membres de l'OCDE, plusieurs ont imaginé des niches fiscales pour les chercheurs, les innovateurs qui vont bénéficier de situations fiscales très spéciales. Ainsi, pour vous accueillir, la Suède serait prête à réduire votre impôt de 25 % pendant les trois premières années. C'est une niche fiscale considérable qui vise à créer cette concurrence entre individus et plus seulement entre entreprises.

PHILIPPE ESCANDE — Pascal Saint-Amans, nous avons commencé à parler de la taxe GAFA. Éric Léandri a dit que c'était un peu la double peine car il va payer deux fois. En même temps, il est content que Google paie enfin des impôts. Est-ce que cette taxe GAFA est une bonne solution ? Qu'est-ce que vous avez en tête pour résoudre cette question du numérique ?

PASCAL SAINT-AMANS — C'est une réponse politique à une crise politique et en ce sens, je crois qu'elle est nécessaire. Ce qu'il est important de savoir, c'est qu'il y a une taxe GAFA parce qu'il n'y a pas eu d'accord plus tôt sur le projet *BEPS*. En 2012, il n'y avait pas d'accord sur la façon de traiter la question du numérique alors qu'on était déjà conscient du problème. Les grandes entreprises du numérique ne sont pas imposées là où leurs activités sont situées, car elles n'y ont pas de présence physique et qu'en vertu des accords internationaux actuels, seule la présence physique déclenche le droit d'imposer d'un pays.

Ensuite, certaines multinationales ont utilisé des pratiques fiscales très agressives avec des montages fiscaux sophistiqués leur permettant de ne payer aucun impôt, ou presque et sans répartition des profits aux États-Unis, leur pays de résidence.

Le *BEPS* a changé la donne car aujourd'hui, ces multinationales paieront aux États-Unis où elles seront taxés à hauteur de 21 %,

sauf sur les résultats faits à l'étranger, sur lesquels ils sont taxés à un minimum de 13 %. La France est un pays qui développe encore son économie sur le plan du numérique et seules quelques rares entreprises, comme Qwant, ont du succès. Cette situation de non-imposition a créé une certaine frustration à cause de cette règle de l'établissement stable sur laquelle il n'y avait pas d'accord pour la modifier. Dès lors, la mise en place de mesures unilatérales n'est pas illogique mais ces mesures ont un effet plutôt négatif économiquement.

C'est dans ce contexte que l'OCDE travaille sur une solution autour de plusieurs points. Premièrement, l'idée serait de mettre en place une nouvelle règle d'établissement stable, pour réattribuer une fraction des bénéfices à la juridiction de l'utilisateur/marché. Cela vise des entreprises même lorsqu'elles ne sont pas présentes physiquement, comme Google et Facebook mais aussi le *cloud* d'Amazon ou Netflix. En définitive, la taxe GAFA vise plutôt Google et Facebook, que Amazon ou Apple qui fabrique des machines et n'est donc pas une entreprise numérique au sens strict. Avec cette nouvelle règle en négociation à l'OCDE, toutes les entreprises numériques et les entreprises traditionnelles seraient visées.

Le second volet de la réforme consiste à fixer un pourcentage de profits à allouer aux juridictions de marché. Il faut donc faire légiférer pour que les règles de prix de transfert aboutissent à ce qu'il y ait plus de profits attribués aux pays de marché et que les règles du jeu deviennent plus équitables. Cela permettrait de sortir de la logique des taxes sur le chiffre d'affaires et, si l'on met assez de profits dans les pays de marché, de satisfaire les pays comme la France. En revanche, cette règle créée des difficultés pour les industries exportatrices européennes dans les pays en voie de développement car si les entreprises du numérique sont imposées dans les pays de marché, alors il faut par cohérence accepter que cela se transpose pour d'autres secteurs industriels.

Nous sommes donc aujourd'hui à la veille de l'adoption d'un accord qui permettra d'avoir un nouveau Nexus et de réallouer le droit d'imposer de manière générale. La difficulté principale tient dans le fait que, jusqu'à présent, tous les travaux réalisés – la fin du

secret bancaire, le *BEPS*… – l'ont été grâce à un consensus fort au niveau des grands pays. La recherche d'un consensus par tous les pays sur ces questions constitue donc le principal enjeu des prochains mois.

PHILIPPE ESCANDE — Éric Léandri, quel serait selon vous le système d'imposition idéal ? Qu'est-ce que vous dites, quand vous voyez des décideurs politiques à ce sujet ?

ÉRIC LÉANDRI — Pour rétablir la confiance, il faudrait que les choses soient transparentes. Google est un géant qui fait des choses extraordinaires avec des gens extraordinaires. Mais sur la fiscalité elle-même, si vous faites 4 milliards de chiffre d'affaires en France et que vous expliquez que vous ne payez pas d'impôts, que vous faites 45 milliards sur l'Europe et que vous ne payez pas ou très peu d'impôts, il faut le dire.

Vous verrez alors si les gens sont très heureux de voir qu'ils paient leurs impôts, pour financer les études de leurs enfants par exemple, et que vous, vous vous en fichez. Il suffit de chercher, sur Google ou sur Qwant, et vous trouverez rapidement l'information selon laquelle Google a envoyé trente milliards aux Bermudes. Si quelqu'un dans la salle veut faire le test, il peut envoyer 10 000 euros aux Bermudes. Vous allez voir ce qui va vous arriver !

Résultat : faisons-le, mais soyons transparents. Vous ne voulez pas payer ? Pas de problème, dites au moins la vérité. C'est un minimum et une fois que la vérité est dite, on voit ce qu'on peut faire.

PHILIPPE ESCANDE — C'est déjà un peu ce qu'a fait Pascal Saint-Amans à l'OCDE, la transparence ?

ÉRIC LÉANDRI — Mais ils n'ont pas les chiffres pour les GAFA ou ils les ont très peu. Ils les comptent « à l'œil. »

PASCAL SAINT-AMANS — L'OCDE a les chiffres pour les administrations fiscales et il y a un vrai débat sur la question de savoir si tout cela peut être rendu public. Les administrations

fiscales ont désormais ces chiffres et, effectivement, on peut se rendre compte que ces entreprises ne payent pas beaucoup là où sont localisées leurs activités. Mais désormais ces entreprises payent des impôts aux États-Unis, alors que ce n'était pas le cas avant la réforme fiscale américaine il y a deux ans.

PHILIPPE ESCANDE — Vous avez quand même un état assez précis de l'endroit où Google paie ses impôts ?

PASCAL SAINT-AMANS — Oui, les administrations fiscales l'ont depuis l'an dernier. C'est tout nouveau et c'est le produit du projet *BEPS*, mais ce n'est pas public. Éric n'a donc pas tout à fait tort.

OLIVIER PÉRONNET — Pour me faire à nouveau le médiateur des entreprises, je dois dire que les entreprises ne cherchent pas forcément le moins-disant fiscal. Cela a été dit précédemment, dans la recherche d'une implantation ou dans le maintien d'une activité sur un territoire national donné, le capital humain, la capacité d'innovation, les infrastructures sont des éléments essentiels de la productivité économique. La fiscalité est un facteur qui joue un rôle mais ce n'est qu'un des facteurs.

Pour compléter ce qu'a dit Cecilia sur la perception des individus, je crois qu'il y a un sujet qui est extrêmement important et qui a été confirmé par une étude récente de KPMG et une autre étude de EY. Elles se réjouissaient – nous pouvons tous nous en réjouir avec elles – de la performance de la France en termes d'attractivité pour les centres de recherche et sur le fait que des projets de recherche se soient localisés dans notre pays ces derniers mois. Mais cette étude révèle aussi que le vrai sujet de la fiscalité, qui doit être compétitive en tant que telle, est l'implantation des centres de décision et le fait d'attirer des talents. Et il y a encore des progrès à faire.

À la question de savoir si les entreprises cherchent le moins-disant fiscal, je crois que la réponse est non, parce qu'il y a d'autres facteurs qui comptent. Il faut toutefois trouver une forme d'équilibre que les économistes traduisent très bien. C'est le fait qu'il y

ait globalement une compétitivité acquise par un ensemble d'éléments, la fiscalité en fait partie, qui participe à ce cercle vertueux. L'un des autres éléments est la stabilité fiscale, c'est-à-dire la capacité à maintenir un régime fiscal sur une durée suffisamment longue pour que des investissements puissent être faits et aller à leur terme sans être remis en cause par le changement des règles du jeu en cours de route.

Il y a un troisième point qui est la notion de pacte fiscal, c'est-à-dire l'existence d'un dialogue entre les entreprises et l'administration fiscale basé sur des échanges en amont et pas simplement à l'occasion d'un contrôle fiscal – qui peut parfois réserver de très mauvaises surprises à des entreprises de bonne foi. On attend des évolutions législatives en la matière dans les semaines et les mois qui viennent. C'est un enjeu important pour la confiance que les entreprises peuvent avoir dans l'implantation de leurs activités et potentiellement – je l'espère – de leurs centres de décision. C'est donc un véritable enjeu de stratégie territoriale.

CECILIA GARCÍA-PEÑALOSA — Pascal Saint-Amans a parlé de cohérence par rapport à l'impôt sur les sociétés. Je crois qu'il faut aussi se poser la question de la cohérence entre la lutte contre la concurrence fiscale au niveau des sociétés et la lutte au niveau de la captation des talents. Les membres de l'OCDE semblent être en train de se battre avec la main droite contre la concurrence entre entreprises, mais de mettre en place de la main gauche une concurrence fiscale pour les travailleurs talentueux qui sont en général des individus à très hauts revenus. Ne faut-il pas réfléchir à cette cohérence ?

Il y a une autre question que j'essayais d'évoquer avec cette optimisation fiscale au cours du cycle de vie : faut-il changer le modèle d'État Providence qui existe en France et dans beaucoup des pays de l'Union européenne ? Faut-il réfléchir au financement de l'éducation dans un monde où les ingénieurs français partent ensuite travailler dans la Silicon Valley ?

Je pense que ces questions demandent un débat très profond sur la façon de penser notre fiscalité du côté des dépenses.

QUESTION DU PUBLIC — M. Léandri, pensez-vous que votre « honnêteté fiscale » puisse être un avantage concurrentiel de plus en plus solide, dans la mesure où d'une part, la responsabilité sociétale des entreprises prend de plus en plus de poids et d'autre part, de plus en plus de citoyens aspirent à plus de transparence et de confiance ?

ÉRIC LÉANDRI — J'en suis sûr et c'est pour cela que je paie mes impôts, que mes employés paient leurs impôts et que nous n'avons pas cherché à aller plus loin que cela. Aujourd'hui, la responsabilité sociale et environnementale pour les entreprises est globale et doit exister. Comment voulez-vous traiter le problème de l'écologie mondiale, si on ne règle pas le problème des lieux de capture des taxes ? Nous pouvons et devons faire de la RSE mais de toute façon, il faut que nous devenions tous transparents. Pour la *data*, on a commencé à être transparent grâce à la protection des données personnelles par RGPD. Si nous ne sommes pas transparents également sur qui capte, qui fait quoi, qui pollue et qui nettoie, nous n'y arriverons pas.

QUESTION DU PUBLIC — Charles-Alain Castola, Président du tribunal de commerce d'Aix-en-Provence. Vous parlez beaucoup de grandes entreprises, de grands États, mais pas beaucoup de consommateurs et de clients. Pourquoi ne sommes-nous pas plus pédagogues avec les consommateurs finaux, les clients en France et en Europe ? Pourquoi ne leur donnons-nous pas le choix de savoir pertinemment ce qu'ils achètent, quand ils utilisent tel ou tel service dématérialisé ? Globalement, le poids de la fiscalité est très important aujourd'hui dans notre pays, quels que soient les citoyens. Cette fiscalité correspond à des dépenses publiques nécessaires à l'ensemble mais, dans le choix des citoyens, il pourrait être souhaitable que notre Ministère du Budget les oriente globalement sur ce que sont les enjeux fiscaux et ce qu'il y a derrière chaque achat qu'ils font.

En ce qui concerne Qwant, par exemple, c'est un sujet que nous connaissons et pour lequel nous avons largement fait de la publicité

auprès de groupes d'entrepreneurs aixois. C'est important d'avoir une préférence d'achat pour une entreprise qui paye ses impôts localement. Je pense qu'il faut que les services publics puissent informer les consommateurs.

PHILIPPE ESCANDE — Cela va dans le sens de la transparence. Transparence et confiance sont des mots qui vont bien ensemble.

QUESTION DU PUBLIC — Peut-on rêver d'une harmonisation fiscale en Europe ? Ou est-ce de la pure science-fiction ?

PASCAL SAINT-AMANS — C'est précisément ce qui a été fait au niveau du G20 au cours des dix dernières années. Le sujet fiscal est devenu un sujet de politique et d'attention publiques. Les débuts du *BEPS* en 2012 ont été compliqués mais aujourd'hui les entreprises, notamment américaines, sont beaucoup plus réceptives et sensibles à ces problématiques car elles ont compris l'ampleur des enjeux.

Toutes ces avancées ont été faites à l'OCDE qui regroupe 36 pays. Cependant, huit pays du G20 ne sont pas membres de l'OCDE, ce qui nous a conduits à changer la gouvernance. Il faut bien comprendre que ces problèmes sont globaux et demandent des réponses globales. Pour des raisons de justice et d'équité mondiales, il est très important que les pays en voie de développement aient aussi leur mot à dire.

Aujourd'hui, pour agir au niveau global, sur le secret bancaire par exemple, l'OCDE fait du *level playing field*, ce qui signifie que l'on nivelle le terrain de jeu en faisant bouger les différents acteurs qui travaillent sur un pied d'égalité et en même temps. Il s'agit de *soft law*.

Le paradoxe de l'Union européenne est qu'il s'agit d'un espace intégré avec de la *hard law* et des pays aux profils très différents qui l'appliquent réellement. Les pays sont obligés de s'entendre ensemble en raison de la règle d'unanimité. Il serait donc bénéfique pour l'Union européenne de passer de l'unanimité à la majorité

qualifiée. Je suis persuadé que c'est la condition essentielle pour qu'il y ait des avancées. Mais la vraie question porte sur l'organisation et les modalités de fonctionnement. Pourquoi les Irlandais accepteraient-ils de renoncer au cœur de leur croissance des trente dernières années ? Il faut donc avoir une discussion intelligente et construite avec les différents pays en gardant en tête ces questions centrales : que veut-on harmoniser ? Qu'est-ce qui est en jeu ? Est-ce qu'il faut vraiment harmoniser la fiscalité, en sachant qu'elle n'est qu'un instrument pour financer un modèle social ? Tant que nous ne mettons pas ces questions sur la table, il n'y aura pas d'harmonisation.

PHILIPPE ESCANDE — En résumé, c'est plus facile à 150, qu'à 28 ?

PASCAL SAINT-AMANS — Oui, mais la dynamique politique du G20 est essentielle. Les pays du G20 doivent se mettre d'accord comme cela a été le cas pour mettre fin à l'évasion et à la fraude. Quand il s'agit de se mettre d'accord sur la façon de répartir les droits d'imposer, c'est plus compliqué.

PHILIPPE ESCANDE — Cela signifie donc que, comme aux États-Unis, il n'y aura jamais un seul taux pour l'Europe ?

ÉRIC LÉANDRI — Google a été condamné par la Commission européenne à 4,3 milliards d'euros pour position dominante de son système d'exploitation sur les smartphones Android. Depuis, tout le monde a le droit de répondre à des appels d'offres pour être installé dans les téléphones. Mais Google a inventé un nouveau truc. Si vous mettez Android avec Qwant dedans en Europe, vous payez quarante dollars à Google. Cette taxe est payée directement à Google US et ne passe donc pas par l'Europe alors qu'il s'agit bien d'une taxe européenne. Vous pouvez donc faire payer une taxe non négligeable à des Européens directement aux États-Unis s'ils installent un concurrent à Google. Vous voyez à quoi on joue, quand on peut travailler sur la taille du monde ?

La fiscalité n'est pas juste un petit jeu qui consiste à payer moins d'impôts – on serait presque tous d'accord pour y jouer – c'est un jeu qui casse la concurrence globale mondiale, parce qu'il est trop facile de s'y amuser. Moi aussi je pourrai y jouer et m'installer où je veux sur la planète. Qwant marcherait pareil mais je ne vais pas le faire. Moi, par exemple, je suis corse mais je ne peux pas déplacer tout le monde là-bas et payer zéro euro !

PASCAL SAINT-AMANS — C'est une belle façon de conclure. Nous essayons d'instaurer une régulation fiscale de la globalisation. Les États sont souverains, ils peuvent mettre en place leur propre système fiscal. Dans un monde qui se globalise et où on laisse faire, les petits États fixent la règle avec une concurrence fiscale extrêmement agressive. Mais les grands États se sont réveillés avec la crise financière qui a fait descendre les gens dans la rue. C'est la crise financière, budgétaire, sociale, politique. On y est aujourd'hui et donc les grands États se sont réveillés et se sont dit : « On ne peut plus laisser faire les pays. » À partir de là il y a deux façons de réagir. Soit chacun prend des mesures unilatérales et c'est la guerre commerciale. Soit on essaie de se mettre d'accord sur des règles.

La première façon de se mettre d'accord est de mettre fin aux anomalies les plus évidentes : le secret bancaire, l'opacité, la concurrence fiscale sur des régimes opaques, les *rulings* du Luxembourg.

L'étape suivante est d'essayer de trouver une façon un peu plus harmonieuse de travailler ensemble. La clé, c'est la confiance. L'équilibre entre tout cela est fragile mais la création et le développement du Forum Mondial, avec ses 157 membres, et le Cadre Inclusif sur le *BEPS*, avec ses 134 membres a marqué un tournant en matière de gouvernance. Les pays travaillent ensemble sur un pied d'égalité, mais dans le contexte actuel du G20, avec les tensions actuelles, on marche sur une corde raide. Pourtant, je suis plutôt optimiste sur le fait que le système ait été en partie réparé mais il reste encore à créer la dernière maille pour s'assurer que tout cela soit définitif.

PHILIPPE ESCANDE — Il faut quand même noter que la plus grande réforme fiscale de ces dix dernières années est celle des États-Unis en début d'année. C'était l'un des pays qui fiscalisait le plus les entreprises, avec les plus hauts taux au monde soit 35% et qui les a réduits drastiquement, à 21%.

PASCAL SAINT-AMANS — La réforme fiscale américaine de décembre 2017 est un paradoxe complet car les États-Unis républicains de Trump ont effectivement décidé de faire passer le taux d'imposition des sociétés de 35 % à 21 %. Parallèlement, ils ont décidé de financer le déficit créé en élargissant la base fiscale et pour cela, ils appliquent les mesures *BEPS* conçues par l'OCDE.

Aujourd'hui, les Américains sont plus favorables à une réforme globale de la fiscalité qui consisterait à allouer plus de droits d'imposer aux pays de marché. Les États-Unis sont fondamentalement un pays de marché. Ils ont un déficit commercial très important et il est plus profitable de taxer là où les consommateurs leur apportent plus d'argent, que de taxer là où est l'entreprise.

QUESTION DU PUBLIC — Quelle est la force de Google ou Facebook en matière fiscale ? Je ne comprends pas quel est le mécanisme.

PASCAL SAINT-AMANS — Les règles de fiscalité internationale étaient dépassées car elles datent de 1928. Il faut avoir une présence physique sur un territoire pour y être imposé. Vous aviez donc des règles de prix de transfert qui, en 1928, correspondaient seulement à quelques multinationales qui effectuaient des transactions sur des biens physiques. Cependant, lorsque l'essentiel de la valeur est concentré sur des incorporels, cela pose problème car ces actifs se transfèrent facilement. C'est la raison pour laquelle nous avons abouti à un système où vous pouviez mettre vos profits aux Bermudes en toute légalité, sans payer d'impôts nulle part. Le problème finalement, ce n'est pas tellement Google, ce sont les États qui ont laissé les règles devenir totalement dépassées. L'OCDE a commencé à changer la politique

fiscale mais il faut aujourd'hui aller plus loin pour obtenir un vrai alignement entre la localisation des activités ou des clients et le paiement de l'impôt.

ALAIN TRANNOY — J'aimerais conclure en disant que je retiens quatre messages positifs de cette discussion.

Le premier – cela a été dit par Éric Léandri – est que le rétablissement de la confiance passe par un rétablissement de la transparence. Nous avons sur ce point une nouvelle extrêmement importante : le secret bancaire, c'est fini. Il s'agit-là d'un véritable message d'espoir puisqu'une première étape pour le rétablissement de la confiance a été franchie.

Deuxièmement, on a compris un peu mieux le rôle de l'OCDE pour la fondation d'une fiscalité moderne dans un environnement globalisé. Pour un étudiant d'économie de deuxième ou troisième année, c'est surtout un organisme qui fournit des statistiques sur lesquels on peut s'appuyer pour rédiger un mémoire. Une sorte d'INSEE international. C'est beaucoup plus que cela, c'est une instance clé en matière de coopération internationale économique.

Nous avons également compris que le G20, représentant les pays les plus puissants du monde, est avec l'OCDE un élément de la solution car il n'a pas intérêt à relancer la compétition fiscale à l'échelle planétaire contrairement aux plus petits pays. Le paradoxe c'est que l'Europe, qui est bâtie sur la coopération, représente 28 pays dont seulement 4 ou 5 grands pays pour une majorité de petits pays. Il n'est donc pas évident qu'une majorité suivrait la France, par exemple sur des règles relativement dures en termes d'harmonisation fiscale. Heureusement, grâce à Pascal Saint-Amans et à tous les Directeurs de l'OCDE qui l'ont soutenu, l'OCDE s'est transformée en une sorte d'ONU en matière fiscale qui rappelle l'importance, pour rétablir la confiance, d'instances où on se parle et où on négocie pour coopérer.

La troisième idée c'est que, contrairement à ce qu'on pourrait penser, les États-Unis jouent un rôle plutôt positif et sont moteurs en termes de coopération fiscale alors que l'Europe semble paralysée. La concurrence fiscale entre états américains est finalement

plus faible que la compétition qui existe entre les pays européens. Quelque part, même s'ils ont répliqué à la concurrence fiscale qui venait d'Europe en abaissant leurs taux d'impôt sur les sociétés, les États-Unis sont prêts à jouer un rôle positif dans l'établissement de nouvelles règles. C'est quand même une nouvelle assez extraordinaire (au sens littéral du terme) qui montre que le monde n'est jamais monocolore.

La quatrième idée est celle de pays de marché qui traduit l'importance de la question de la base fiscale. Qu'est-ce qui reste immobile dans un monde où tout bouge ? C'est finalement la base des consommateurs qui ne peuvent pas se transporter immédiatement d'un pays à un autre et qui reste relativement plus immobile que le capital, les flux financiers ou le travail.

Cela amène à une idée pour 2028 qui est de dire que l'aboutissement du processus lancé par l'OCDE sera de passer à une taxation du *cash-flow*. Cela signifie que dès qu'un euro rentre dans la société, il est taxé, que dès qu'un euro en sort, cela donne droit à une détaxe. Il faut également réfléchir à cette question de la destination, du pays d'origine et du pays de destination. La proposition de faire une taxation du *cash-flow* avec destination est une vision d'espoir, un point d'aboutissement pour 2028.

LA BLOCKCHAIN, NOUVEL INTERMÉDIAIRE DE CONFIANCE ?

8

COORDINATION **Valérie Mignon** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Xavier Chassin de Kergommeaux** *(Gide Loyrette Nouel)*
Allen Guo *(2048 Capital)*
Neha Narula *(MIT Media Lab)*
Nouriel Roubini *(New York University)*
Alexandre Stachtchenko *(Blockchain Partner)*

MODÉRATION **Emmanuel Lechypre** *(BFM Business)*

EMMANUEL LECHYPRE — La blockchain est aujourd'hui une interrogation majeure. Est-elle un nouvel intermédiaire de la confiance ?

VALÉRIE MIGNON — Dans son numéro daté du 31 octobre 2015, *The Economist* titrait sa Une consacrée à la blockchain *The trust machine*. Qu'en est-il réellement ? Est-ce que la blockchain est vraiment cette « machine à confiance » à même de changer le monde ?

Je voudrais commencer par rappeler que la blockchain est apparue en 2008, en pleine crise financière mondiale. Alors que de nombreux pays, au premier rang desquels les pays européens, ont toujours accordé une confiance très importante dans les systèmes centralisés, la crise a marqué le début d'une période de défiance généralisée envers les institutions, en particulier envers les banques. Ces intermédiaires, les banques, considérées jusqu'alors comme des tiers de confiance indispensables ont vu subitement leur rôle réduit quasiment à néant, puisque l'émergence de la

blockchain reflétait le passage d'un système centralisé à un système décentralisé et partagé.

Vous le savez, la blockchain repose sur un processus de validation des transactions qui est transparent, sécurisé, collectif et consensuel. La conséquence est qu'il n'y a pas besoin d'intermédiaire ou de tiers de confiance pour certifier l'intégrité des informations recueillies et stockées dans la blockchain. Tous les participants, en particulier les « mineurs », ces informaticiens qui programment la blockchain, peuvent accéder à l'ensemble des transactions et à l'intégralité de leur historique, ce qui va garantir leur authenticité. Plus généralement, du fait des garanties de sécurité, de transparence et surtout du caractère instantané des transactions, la blockchain est perçue comme une technologie permettant de réduire les risques, en particulier les risques de fraude, de falsifications, de manipulations, etc.

La principale caractéristique de la blockchain est d'être un système décentralisé. Qu'est-ce que cela signifie ? Cela signifie que ce système repose sur une multitude d'agents indépendants. La conséquence essentielle est que les décisions ne sont pas prises de façon unilatérale par une quelconque autorité centrale, mais doivent reposer sur un consensus au sein des mineurs qui mettront alors à jour le code informatique intégrant la nouvelle règle de gouvernance qui sera adoptée. Au même titre que l'ensemble des transactions, toutes ces règles de gouvernance sont accessibles à tous. Chacun peut donc s'assurer du bon fonctionnement du système, de la légitimité des transactions, de la véracité des informations, etc. Si une faille est détectée, elle sera immédiatement mise au jour auprès de l'ensemble de la communauté.

La sûreté des technologies et à priori des techniques cryptographiques est aussi un gage de confiance envers l'authenticité des données et leur immuabilité. Plus le nombre de participants est important, plus la blockchain gagne en robustesse, en sécurité et donc en confiance. En pratique, qu'en est-il réellement ? Certes, les décisions ne sont pas prises par une autorité centrale, mais que se passerait-il si plusieurs agents se coordonnaient et s'alliaient, afin de contrôler plus de la moitié de l'architecture du système ?

Cela mettrait à mal la confiance, puisque les décisions et les règles de gouvernance pourraient désormais être prises non plus de façon consensuelle, mais par une majorité. Le pouvoir de décision en serait évidemment déséquilibré.

Par ailleurs, la traçabilité d'opérations faisant intervenir une multitude d'intervenants permet-elle vraiment de s'affranchir des risques de détournement ou de blanchiment d'argent ? Plusieurs événements récents qui ont été largement médiatisés ont altéré la confiance qu'on peut accorder à première vue à la blockchain et justifient en tout cas que la question soit posée. Je ne vais pas vous faire une liste exhaustive, mais on pourrait citer l'exemple de la blockchain Ethereum qui a subi les attaques d'un *hacker* qui a détourné plusieurs dizaines de milliers d'euros, tout simplement en exploitant les failles de ce que l'on appelle les *smart-contracts*. Même si la garantie de sécurité de la blockchain est constamment mise au premier plan, les risques ne sont pas inexistants et la question de la confiance trouve donc toute sa place.

EMMANUEL LECHYPRE — Alexandre Stachtchenko, vous êtes le directeur général de Blockchain Partner, à ce titre, il vous revient de nous présenter les enjeux de la blockchain et des cryptomonnaies.

ALEXANDRE STACHTCHENKO — Je ne vous ennuierai pas avec le fonctionnement technique, de la même façon que personne n'a besoin de comprendre TCP/IP pour utiliser Internet, la technique n'est pas la seule porte d'entrée vers ce monde de la blockchain ! Il suffit de retenir que la blockchain, les cryptomonnaies, le bitcoin en particulier, sont aujourd'hui la seule façon que l'on a de transférer et de stocker de la valeur sur Internet sans intermédiaire de confiance. Rien qu'avec cela, on dit beaucoup chose. Stocker et transférer de la valeur sur Internet sans intermédiaire de confiance est une évolution assez gigantesque par rapport à ce qu'on savait faire avant. Évidemment, on pouvait déjà transférer de la valeur sur Internet, mais on ne savait pas le faire sans tiers de confiance, sans PayPal, sans Visa, sans banque, tous

ces intermédiaires qui interviennent traditionnellement dans ces transactions. Le rôle des blockchains est de se passer de ces tiers de confiance.

On parle de transfert de valeur et de confiance. De quelle valeur parle-t-on ? Bien sûr, sur les blockchains, cette valeur est représentée par les cryptomonnaies. C'est l'unité de compte qu'on va suivre sur une blockchain, parce qu'on ne sait pas gérer des euros, des dollars ou d'autres unités de compte sur des blockchains, en tout cas au départ. On y transfère ces fameuses cryptomonnaies qui sont des unités de compte divisibles et, différence majeure avec les monnaies traditionnelles, qui ne sont ni gérées ni créées par des entités centralisées, en particulier par des banques centrales. La plus connue est évidemment le bitcoin. Pas de blockchain sans cryptomonnaie, pas de cryptomonnaie sans blockchain, l'inverse étant également vrai.

Nous ne serons pas tous d'accord, mais pour moi, dans le sujet blockchain, la partie cryptomonnaie est la plus intéressante, la partie blockchain ne représentant que le procédé technique.

En 2008, la défiance généralisée vis-à-vis d'un système a créé une sorte d'OVNI financier qui est venu poser des questions et ébranler des certitudes, au premier rang desquelles la question de savoir si cette confiance qu'on ne pouvait plus forcément placer dans un tiers centralisé, pouvait-être placée dans la technologie. Au-delà de cette question de principe, la question, plus intéressante à mon sens, de la monnaie de référence pour l'espace numérique. En réalité, Internet est né et a grandi sans monnaie de référence. Dans les années 1990-2000, le fait même d'aller mettre ses coordonnées bancaires sur un site Internet était encore assez dangereux, en tout cas pas forcément très conseillé mais, au fil du temps, cet acte s'est banalisé. Aujourd'hui, on fait des transferts, on gère ses comptes en ligne, etc. Le problème est que si ces actions constituent des transferts de valeurs numériques, en réalité, ce ne sont que la numérisation de *process* qui existent déjà. Les monnaies que l'on utilise en ligne aujourd'hui ne sont que les représentations numériques de monnaies existantes traditionnelles, ce ne sont pas des monnaies de référence du monde numérique en tant que telles.

Avec bitcoin, on a acquis un actif rare, numérique, fongible. Fongible veut simplement dire qu'on ne sait pas distinguer une pièce d'une autre. C'est important pour la monnaie de pouvoir dire que cet euro-là est différent d'un euro autre. Il est donc rare, fongible, divisible, transférable et global. On retourne un peu aux sources d'Internet, c'est-à-dire un réseau qui était global, transparent, auquel chacun pouvait participer. Ses caractéristiques lui permettent généralement d'être comparé à de l'or numérique, comparaison que je soutiens, parce que c'est un actif qui devient précieux, indépendant d'un État ou d'une entreprise et peut servir de monnaie ou de valeur refuge, si on le souhaite.

Le plus important est que tout cela se fait sans permission. Là où Internet a permis à tout un chacun, une fois réglées les objections de départ, de créer, de publier, de conserver, d'échanger du contenu sans demander la permission, que ce soit à la Poste ou un média plus traditionnel. bitcoin fait la même chose, mais pour la valeur. Vous avez maintenant la possibilité d'acquérir, de concevoir, de recevoir, de transférer de la valeur sur Internet sans demander la permission. Il y a d'autres cryptomonnaies, mais je vais me concentrer sur le bitcoin qui constitue pour moi la première véritable monnaie de référence ou en tout cas ce qui devrait l'être pour l'espace numérique, parce qu'elle est justement numérique, mondiale par nature, ouverte à tous et indépendante de toute entreprise ou d'un quelconque État.

En conclusion, on peut comprendre que pour certains, il s'agisse d'une véritable révolution. Il suffit de penser en particulier aux non bancarisés qui n'ont pas accès au système bancaire et qui représentent plus des deux tiers des adultes de cette planète. On peut penser aussi à tous ceux qui sont exposés à des institutions financières moins fiables ou peu fiables. En ce moment, on peut penser au Venezuela, au Zimbabwe, à l'Argentine, mais aussi à des pays plus grands comme la Russie, l'Inde ou, pour être un peu taquin, la Grande-Bretagne : la livre a perdu 40 % de sa valeur en dix ans, ce qui reste quand même un sujet d'interrogation. En disant cela, j'anticipe sur les remarques sur la volatilité du bitcoin. Peut-être le bitcoin n'est-il pas forcément digne de confiance quand on

a déjà confiance dans les institutions centralisées. D'ailleurs, il est probable que pour la plupart d'entre vous, le bitcoin ne sert à rien, en tout cas aujourd'hui. À rien du tout, j'insiste puisqu'il est fort probable que vous êtes bancarisés, dans un pays dit développé, avec une des monnaies les plus stables du monde. Globalement, si votre conseiller bancaire vous inspire confiance et si les virements SEPA vous suffisent, vous pouvez voir les sujets bitcoin, blockchain, cryptomonnaies comme annexes et peu importants.

On peut aisément être conduit à penser que, dans l'absolu, le bitcoin ne sert à rien ni à personne et ne servira jamais à rien. Or, pour moi, la meilleure comparaison est que si Internet n'avait aucune utilité pour les utilisateurs du minitel en 1995 ou bien pour ceux qui passaient par des médias traditionnels et pour qui c'était l'alpha et l'oméga de l'information, on constate à posteriori que leur avis n'était pas forcément partagé par tous et qu'il aurait peut-être mieux valu conclure, en tout cas en France, qu'Internet ne servait pas à rien, puisque c'est la conclusion à laquelle sont arrivées les élites françaises des années 90. Pour moi, le bitcoin constitue le prolongement naturel d'Internet. Internet a besoin d'une monnaie mondiale qui ne soit pas nationale, ouverte à tous et non contrôlée par un géant privé. Pour moi, cette monnaie existe déjà, c'est le bitcoin. Il peut s'agir d'autres cryptomonnaies, le bitcoin n'a pas le monopole des cryptomonnaies. On peut choisir d'être aveugle ou ignorant, mais pendant ce temps, les alternatives se construisent et en l'occurrence, ces alternatives s'appellent « monnaies privées ». Facebook en a donné le top départ en lançant sa propre cryptomonnaie. Dans le monde du futur, est-ce qu'on veut une monnaie étalon numérique qui soit commune, comme un Wikipédia contributif ? Au départ, on pensait que Wikipédia ne marcherait jamais. C'était une encyclopédie construite par la foule, qui n'allait jamais marcher ; aujourd'hui, c'est la référence. De la même façon, est-ce qu'on ne préfère pas cela pour la monnaie du numérique de demain, plutôt que des monnaies privées ?

EMMANUEL LECHYPRE — Neha Narula, vous êtes directeur du projet monnaie digitale au MIT Media Lab. Il semble que

les changements impliqués par la blockchain aillent quand même bien au-delà des cryptomonnaies, avec tous les bouleversements que cela implique : fin des intermédiaires, des coûts de transaction plus faibles, des gains de temps et d'efficacité.

NEHA NARULA — I would like to reiterate this comment about trust and the lack of trust in today's society, especially among the youth. Institutions have become very large, very opaque and very hierarchical and I think that people who are digitally native are starting to place more trust in things like networks than in institutions, more trust in software than in these large behemoths run by people.

People are interested in ways to organise without traditional institutions, but why do we care about intermediaries and the lack of intermediaries? Intermediaries are not necessarily all bad. However, sometimes they act as rent-seekers and sometimes they act as gatekeepers, they actually prevent access from happening. I am not merely talking about those who do not have access to the financial system, 2 billion people who are unbanked, but I am talking about something else, I am talking about innovation. I think we take for granted how slow and cumbersome our existing financial system is today. I can send an SMS to anyone in this room pretty much instantaneously, very cheaply if not for free. However, as an American with an American bank account, I cannot send you a small payment digitally because it is very unlikely that we are on the same financial network. This impedes innovation. It means that we cannot build things using finance, using the transfer of value that would be very interesting to build. For the first time, we have another choice. We have crypto-currency technology and what it implies and brings about. Crypto-currency technology is not without its problems and I am sure you will hear a lot more about those problems from my colleagues. Certainly, it is very slow, very cumbersome, prices are volatile, and it is used for criminal activity. These things are all actually true, however through another lens they are not true. Something taking a long time is better than it not happening at all. Using a lot of energy is where the technology is today, not necessarily where the technology is going to be in

the future. In terms of volatility, it is certainly less volatile than a hyper-inflating currency.

In terms of the criminal issue, I think this is actually very interesting and it speaks to where we really need to think about where the technology is going, rather than where it actually is today. The technology is not finished. We are in the sixties, seventies or maybe eighties of Internet technology, we are not at the point where we have developed the user-facing systems, the browsers, the Web. We are still developing the protocols and trying to decide on the protocols we are using. When it comes to things like privacy, law enforcement actually loves the use of crypto-currency today. Since all transactions are public on the most popular crypto-currencies, they are visible and can be traced and have been used to do so in cases like the Silk Road case in the United States. That is changing and we are developing new privacy technologies, and some would argue that privacy is an inherent right. However, those technologies can be used in concert with law enforcement.

Instead of our tradition regulation, AML and KYC, where we rely upon actually getting insight into all financial transactions and rely on institutions like banks to police transactions for us, we can think about developing new forms of regulation that act at a different layer. We can do so in concert with the technology we are developing for privacy.

There are certainly a lot of scams in this world, a lot of hype and a lot of fraud. I think that this is applicable to any area where a new technology develops, and it does not quite line-up correctly with existing regulations. Existing regulations quite frankly do not apply to a lot of crypto-currency technology. A lot of regulation is based on the idea that there is an intermediary to regulate, that there is someone standing in the middle, who can have a list of all the users, who can stop transactions from happening. I think it is important to note about this technology that it is here, and it is not going away. Now that we are seeing massive corporations start to adopt it, or at least use the terminology of the technology, I think it really speaks to the fact that it is not going anywhere and we are going to have to adjust our regulations and our laws in order to handle it.

I think the point that Valérie brought-up about confidence and how that confidence is now moving to software is particularly apt and it is something we really need to worry about and be aware of. This technology is distributed. It is very hard to change, and it is also sometimes referred to as unstoppable. That is not necessarily 100% true, but it is very difficult to reverse transactions and in some cases, it is completely impractical. However, that is actually a bit of a concern. It means that it is much more difficult to undo things and if there are bugs in the software it is much more difficult to fix them, and we are seeing that happen right now. That is where I think we need to be aware of the fact that the technology is not done yet. It is still in development, we are still developing new ways to write the software safety, to make sure that it is safe and secure and that is happening. It is not clear that the valuations we are seeing of various different coins and tokens, and companies in the space match-up to where the technology is and how safe it actually. That is something to be concerned about, but I do think this technology is very much here to stay. It represents a change in the way that people think about trust and networks. It is finally applying these ideas, moving them from data over to the financial system.

EMMANUEL LECHYPRE — Xavier Chassin de Kergommeaux, vous êtes Senior Partner du cabinet Gide Loyrette Nouel et spécialiste de tous les financements adossés à des actifs, de titrisation, etc. On voit bien que derrière cette blockchain et ce transfert de confiance, il y a des enjeux juridiques assez considérables.

XAVIER CHASSIN DE KERGOMMEAUX — Je suis l'avocat de « la bande » et j'imagine que vous êtes déjà en train de penser que je vais vous dire qu'il y a énormément de risques partout, que c'est horrible, etc. Mais heureusement, j'accompagne parfois aussi les clients dans la confiance. Au risque de vous surprendre, j'ai plutôt confiance dans la technologie de la blockchain et ses perspectives, avec néanmoins une nuance de taille concernant les cryptomonnaies. Contrairement à Alexandre, je crois que les cryptomonnaies et la blockchain sont dissociables. Il y a une tech-

nologie très intéressante et les cryptomonnaies qui posent éventuellement de vraies difficultés.

Avant de parler de confiance, il y a le principe de base de la blockchain, c'est-à-dire la défiance vis-à-vis des États, des banques et plus généralement vis-à-vis de tous les intermédiaires. Ce sont donc des transactions censées être complètement désintermédiées. De mon point de vue, ce n'est pas aussi simple que cela. La blockchain propose une nouvelle confiance fondée sur un manifeste basé sur les preuves cryptographiques. On est sur le consensus entre les acteurs de la blockchain. Cela s'appuie sur une technologie qui permet de rendre les transactions immuables, traçables, infalsifiables. Cette confiance absolue dans la technologie se résume dans une expression que j'aime beaucoup, c'est : *In code we trust*. Il n'y a que cela en quoi nous avons confiance.

De mon point de vue, la réalité est un peu différente. La blockchain a rendu possible et nécessaire l'émergence de nouveaux acteurs non régulés, à ce stade en tout cas, dans la plupart des pays. Ces nouveaux acteurs sont autant d'intermédiaires de confiance, c'est-à-dire qu'on doit quand même passer par une technologie qui n'est pas autopilotée. Il y a bien des entités qui sont derrière pour faire fonctionner l'ensemble. Tout comme les États et les banques, ces nouveaux acteurs peuvent faire l'objet de suspicions concernant leur intégrité, leur capacité à prévenir le blanchiment et le financement du terrorisme, leur capacité à éviter la perte de crypto-actifs, tel que cela a déjà été mentionné.

En sens inverse, comme le disait Neha, grâce à la blockchain, il y a quand même la possibilité de penser que tous les pays et des populations entières qui aujourd'hui n'ont pas accès au système bancaire traditionnel pourraient au moyen de la blockchain avoir accès à des transactions financières pas nécessairement sophistiquées et même assez basiques. Cela pourrait constituer une perspective extraordinaire pour beaucoup de pays et de populations. En ce qui me concerne, je préférerais que ces nouvelles perspectives pour ces pays et populations ne passent pas par le passage obligé des cryptomonnaies. Il y a une différence fondamentale entre les monnaies traditionnelles et les cryptomonnaies, c'est que les cryptomonnaies

reposent sur la seule confiance, un point c'est tout. Les monnaies traditionnelles reposent sur des fondamentaux économiques et financiers du pays émetteur et surtout, une monnaie traditionnelle a force légale obligatoire dans le pays émetteur. Cela veut dire que concrètement, personne dans le pays émetteur ne peut refuser un paiement dans cette monnaie. Vous avez des dollars, vous êtes aux États-Unis, personne ne peut vous refuser un paiement en dollars. C'est la même chose en euros en zone euro. Croyez-moi, la force publique interviendra rapidement et fortement, si jamais il y a une multiplication d'acteurs qui refusent la monnaie nationale. C'est cela, la force légale obligatoire. La cryptomonnaie n'a pas force légale obligatoire. Tout au plus peut-il y avoir des gens qui s'engagent contractuellement à accepter des paiements dans une telle monnaie, mais le non respect d'une obligation contractuelle n'est pas du tout sanctionné de la même manière que le fait de refuser la monnaie nationale dans un pays. C'est une différence fondamentale qui à mon avis fera parler d'elle dans les années qui viennent, puisqu'il y a vraiment de mon point de vue une différence en fonction de l'évolution de la confiance. Certes le dollar peut baisser, l'euro aussi, mais cela repose quand même sur des fondamentaux. Vous allez me dire : « Et le droit dans tout cela ? » Comme pour Internet, il s'est révélé quasiment impossible de réguler une technologie en tant que telle. On a donc choisi de réguler les acteurs de cette technologie. Pour l'instant, il y a une grande divergence entre la démarche des différents États. La Chine interdit les transactions via la blockchain, ce qui peut paraître paradoxal, puisque les deux tiers des acteurs de la blockchain sont localisés en Chine. Les États-Unis requalifient l'intégralité des opérations et des actifs en instruments financiers, les régulent via le fait qu'ils sont considérés comme des instruments financiers. La Suisse et les micro-États font plutôt le choix d'une régulation très réduite, voire inexistante, pour l'instant. La France, suivie par l'Allemagne et l'Italie, choisit plutôt comme d'habitude une solution intermédiaire, avec pour certains une requalification en instruments financiers et pour d'autres une régulation. D'ailleurs, la loi française a reconnu l'existence de la blockchain.

Après cette première phase de régulation désordonnée, je pense que les États n'auront pas d'autre choix que de s'accorder sur une régulation de la blockchain. Dès lors que les grands États se seront mis d'accord sur des principes régulateurs, ils pourront imposer aux micro-États qui souhaiteraient le faire une régulation générale, comme ils l'ont fait pour la lutte contre le blanchiment et la fraude fiscale. En revanche, si jamais ces États veulent réguler de manière trop précise, le risque est que tout de suite, ce soit périmé, c'est-à-dire que compte tenu de l'évolution rapide de la technologie de la blockchain et de ses usages, les principes soient trop précis et inadaptés, au risque de pénaliser les acteurs localisés dans ces pays. Ce que j'appelle de mes vœux, c'est une régulation sur la base de quelques très grands principes de nature à protéger les transactions et les investisseurs de la blockchain et par ailleurs, une large place faite à ce qu'on appelle la *soft law*, c'est-à-dire que cela renvoie à des usages de marché, des labels, des notations, des bonnes pratiques qui s'adaptent à mesure que la pratique s'adapte.

EMMANUEL LECHYPRE — On a commencé à balayer tous les aspects de cette blockchain, les aspects plutôt utilitaires, utilitaristes. On vient de voir les enjeux juridiques. Allen Guo, vous êtes fondateur de 2048 Capital, un fonds d'investissement spécialisé dans l'innovation digitale, notamment les moyens de paiement, vous souhaitez insister sur les aspects opérationnels autour de la blockchain.

ALLEN GUO — I think that Alexandre and Neha covered pretty much everything about the basics of Blockchain's crypto. I will make it sure so we can save more time for interaction and debate. Let me start with a little poll. How many people have a crypto? Roughly 15% or 20%. I think the audience is kind of biased, because you will see in another room that there probably would not be that many people raising their hands. On the other hand, I think it is a sign that we are in the very early stage of crypto development. Sorry, I am talking about crypto. The topic is Blockchain, but I agree with Alexandre that there

is no way you can separate crypto from Blockchain. If we talk about Blockchain without crypto I think it is kind of boring.

Is it useful? Yes, certainly. Blockchain has been around for about 30 years, if anyone realized that. Without crypto 10 years ago, nobody really cared about Blockchain. The only reason we are talking about Blockchain today with this audience is because Bitcoin has become quite popular. However, compared to the Internet, where I have been working for many years. I will just give you a bit of background about myself. I was trained as a nuclear scientist back in college and then switched to W semiconductor, but I spent almost 15 years working on the Internet and started one of the largest dating companies in China. We got into the crypto Blockchain thing pretty early.

The only reason is I think that crypto and Blockchain as part of the technology innovation following the Internet, is another big step in the digitization of our world. Let me repeat this, for the past 50 years we have been experiencing a time we call the digitization of our world. We have digitized our communication, our daily experience and pretty much everything we learn, communicate and express ourselves. At the same time, we are still using something very traditional that comes from hundreds of years ago, the so-called fiat currency. Remember, the fiat currency, in French, *la monnaie fiduciaire*, supported by the government was not always there. In China for example, 2 000 years ago there were hundred of currencies floating around in the market without government banking. At the time, the government was not strong enough for transport, communication or even law enforcement. The only reason we have these fiat currencies is because of technology advancements, because the country has more power to control this.

Time moves on and now we are entering into another time when technology will actually take another form, to decentralize and democratize the way we exchange value and trust. I would say that crypto and Blockchain is a way to digitize trust and trust has many sides, but money is the most fundamental we put our trust in something. In short, whether you like it or not, the technology is there. Some people trust it without reason. Some people trust

it because it makes money for some other people. However, once technology gets on the Internet as it does today, nobody can really kill it. Blockchain is sitting there and so is the currency and even a government as strong as the US can subpoena someone to stop the service, to stop technology. I would say that for individuals, for governments, you have choices. You can either embrace the new technology or be sceptics for a long time, but you are going to be marginalized.

EMMANUEL LECHYPRE — Nouriel Roubini, vous êtes professeur d'économie à la Stern School of Business de l'université de New York et Président du RGE[1] Monitor. Tout le monde connaît vos positions, que vous défendez dans les plus grands médias du monde entier. Est-ce que tout ce que vous venez d'entendre n'ébranle pas un peu votre scepticisme sur cet univers de la blockchain et des cryptomonnaies ?

NOURIEL ROUBINI — Yes, I am a public critic. I actually testified in the US Senate Banking Committee last October and the title of my testimony was something like, "Crypto-currencies are the mother and father of all bubbles now going bust and blockchain is the most overhyped technology in human history and no better than a database and a spreadsheet." I said that last October and I will try to explain why I believe it is still the case today.

First of all, it is clear there was a bubble in crypto-currencies in 2017. That year, bitcoin went up from 1 000 to 20 000 by December and then last year, 2018, it collapsed by 85%. That was the best, because the other top ten lost 92% of their value. While thousands of other what I call "shitcoins", that is a technical term, if you type "shitcoins" into Google, there are about 500,000 items there, literally lost 99% of their value last year. There has been a recovery of bitcoin and other crypto-currencies but even today it is still 50% below the peak and Ethereum, the second largest, is still 80% below peak. Those are the best, because all the others are

1. RGE = *Roubini Global Economics.*

90% or more below their peak. Despite this recent bubble, which is driven by another round of manipulation, all of these currencies are way down.

If you look at academic studies of what has happened in crypto-space, you have never seen in your lifetime or the lifetime of financial history anything like crypto, and there are plenty of scams and manipulation of penny stocks. You have 5,000 separate pump and dump schemes, chatlines where people prepare to attack a certain currency, pump it up and then dump it. There is spoofing, wash-trading, front-driving. They have started suggesting that this crypto stable coin Tether explains 80% of the rise of Bitcoin in 2017 and they just printed another billion in the last few months out of fiat of this Tether. It is a total, unadulterated scam. This is a space full of scammers, conmen, carnival barkers, little criminals, insiders, snake oil peddlers, people who are talking their book 24/7 and manipulators.

I will give you one example. Unfortunately, just a few days in Taipei, I debated with Arthur Hayes, who is head of the biggest crypto derivative exchange in the world. What is his business model? There is a video of him you can watch yourselves, and he says there is a bunch of people out there who he calls degenerate gamblers, and these are my clients. These degenerate gamblers are retail people, small not big investors, retail suckers. What I am going to do is peddle these crypto derivatives to them but with a leverage not of 5, 10 or 50 times, but 100 times. You can leverage up by 100 times to people who have no net worth, they are not credit investors and in any country in the world it is illegal for small investors to invest in risky things. It is illegal in France, in the UK, and the United States, but he goes and peddles to these retail suckers a leverage of 100% of crypto derivatives. That means that if you put your money up and there is even a small change of 0.5% in the price of the security, you lose your entire equity; you are liquidated. Not only do they make money essentially through commissions on this trading. There is a whole website on Twitter called BitMexRekt, which in English is a term that means sodomized and every second, one by one you have everyone who has been sodomized and at what

price. Thousands of people have been "rekt" this way and they make money just from the commission, but when they liquidate, and you go bankrupt they put some of that money and put it into this "liquidation fund" and that is half of their revenues. They are based in the Seychelles, outside any regulatory control, no AML, no KYC, no protection for small investors. They do it day in, day out and the guy says that if anybody is trying to sue me, try it in the Seychelles and let us see how you do. It is absolutely impossible to sue anyone in the Seychelles, a little island in the middle of the Indian Ocean.

These people are criminals, worse than drug pushers and this is the biggest exchange in the world. I could give you thousands of other examples of other exchanges, but this is the biggest to give you an example of what is happening. This is total, utter criminality. This people are worse than drug pushers, than crack cocaine pushers, that is what they do. They addict you, destroy you and liquidate you and they make profit out of you. That is what is happening all over the place and people ignore it because there are millions of people, retail suckers who are totally clueless, who bought Bitcoin at 20,000 and lost everything. I know personal friends in New York who bought at the peak and lost their shirts, all their savings. People say that we need different types of regulation; it is impossible to regulate this space, etc. It is just total hypocrisy, because these people are total criminals and anybody who says we do not need regulation of this stuff, they are actually working and doing business with these types of criminals.

The second point is that they call them crypto-currencies. This is nonsense because these are not currencies. Anybody who has studied monetary theory and I have been teaching it for 50 years now, knows what a currency is. A currency has to be a unit of account, a means of payment and a stable store of value against goods and wealth. Is there anything issued priced in Bitcoin in the world? Nothing. Is there a Bitcoin or any crypto-currency used as a means of payment? No. You know why? Because technologically, with Bitcoin you can do five transactions per second; you can make 25 000 transactions per second if you use your Visa Card. Nobody is using it. At this conference in Blockchain in Taipei

last week, do you think they accept Bitcoin when you want to pay the conference fee? Of course not, it would be crazy. Nobody, not even the Blockchain people accept Bitcoin as a payment and you know why? Because if they accepted it, the price of Bitcoin went to 14,000 literally a week ago and it had fallen to 10 000 while I was at the conference. It lost one third of its value, so if the conference organizer accepted Bitcoin for payment, they would have lost all their profit margin. There is no business in the world, no merchant who is fucking idiotic enough to accept Bitcoin or any other shitcoin as a means of payment. Nobody does it. They just peddle it and then card transactions traded against the other one, there is no real transaction for any goods and services, and you get only five per second. Is it a stable store of value? No. People talk about a fiat currency being debased, but in 99% of the world, in the US, Europe and Japan, inflation is closer to zero than anything else. Money is totally stable. You have a real purchasing power on goods and services. Your wealth is stable. If you put your money into this stuff, one day it goes up 10% and the next it falls 30%. It is not a stable store of value, a means of account, or a means of payment. Calling them currencies is a total joke.

I am all in favor of financial innovation and it is happening all around the world. It is called the fintech revolution and it is based on AI, big data and the Internet of Things. It is revolutionizing payment systems, credit allocation, asset management and insurance. If you want to do digital money, there is already digital money. Everything is digital in the financial sector; everything is a digital transaction. You want to make digital payments? There are billions of people using things like Alipay and WeChat Pay in China, not in Blockchain with crypto. There is the UPI-based system in India, where there are 1.3 billion people. There are 1 billion people all over Africa using Mpesa. In the United States you have Venmo and PayPal. We already have digital money and it works at zero cost, it is secure, scalable and centralized. In Blockchain and crypto, it is not secure or scalable, five transactions per second, it is not secure in any way and not even decentralized. They talk about decentralization and trust and it is a total joke. The miners

are oligopoly centralized. The developers are a mafia of coders who change the code when they want. 99% of transactions occur in centralized exchanges and the world concentration in Bitcoin is worse than North Korea. The Gini coefficient of income inequality in North Korea is 0.86, because Kim Jong Un owns pretty much the entire country. In bitcoin the number is not 0.86, it is 0.88. This is the level of centralization and concentration of power and greed that has been achieved in bitcoin, blockchain and crypto; worse than North Korea. Give me a break from talking about a trustless system or systems that are decentralized. Blockchain is Blockchain in name only. When people talk about Blockchain it is nonsense. All these corporate DLT are private, not public; permission, not permissionless; centralized not "decentralized"; not based on trustless verification, but on trusted authorities. They are Blockchain in name only; they are not even working. There is a study that suggests that out of 43 experiments with Blockchain for banks to banks to reduce poverty and give identity or money to refugees and none of them works. None of these experiments work; it is just bullshit.

EMMANUEL LECHYPRE — Après ce réquisitoire du procureur Roubini et avant de passer la parole à la salle, je vous donne une minute chacun, vous les avocats de la blockchain et du bitcoin, pour répondre.

ALEXANDRE STACHTCHENKO — Si je devais me prendre trente secondes pour répondre à chaque argument, on serait encore ici demain. Je vais essayer de me concentrer sur quelque chose. Vous avez dit par exemple que le bitcoin est volatil, que c'est 50 % de son pic. Cela me semble quand même assez biaisé comme jugement, puisque si je prenais le même jugement pour le dollar, le dollar est à 98 % en dessous de son pic, puisqu'il ne fait que perdre de la valeur chaque année. C'est le principe de l'inflation. Je pourrais très bien dire que le dollar, c'est *bull shit*, un repaire de criminels, parce que depuis 1913, il a perdu 99 % de sa valeur. Quand vous achetez du dollar, c'est quand même le moyen

le plus *safe* d'être sûr de perdre de l'argent tous les jours, parce que c'est le principe de l'inflation.

Je trouve que le propos que vous avez n'est pas tant sur le bitcoin, mais ce que vous attaquez réellement, c'est plutôt un comportement primitif et agressif financier, que l'on retrouve dans un marché immature, mais j'attends toujours qu'on parle de la technologie, parce que ce comportement, on le retrouve sur le marché du diamant, sur le marché d'Internet, lorsqu'il était à ses débuts et je n'ai pas l'impression que cela vous embête autant que pour le bitcoin.

J'ai encore deux points. J'entends donc beaucoup de *scammers*, (escrocs), etc. dans tous les sens. Je crois que vous n'auriez pas acheté d'action Amazon en 1999, mais chacun sait ce qu'il en est depuis. Évidemment, dans un marché mature comme le sont les blockchains, du moins les cryptomonnaies, il y a un point sur lequel nous sommes d'accord, c'est qu'effectivement, les blockchains sans cryptomonnaie se transforment en registre centralisé inintéressant. Dans tous les marchés naissants, on voit très bien que c'est forcément volatil. C'est le principe même du risque. Si vous attendez que ce ne soit plus risqué pour y aller, cela ne s'appelle pas du risque.

Je termine juste sur la partie *store of value*. C'est la raison pour laquelle j'ai mentionné ce biais dans mon introduction et je trouve que vous tombez parfaitement dedans. Comme moi, vous faites confiance à votre banque, tout le monde devrait le faire. En réalité, ce n'est pas cela. La confiance n'est pas un absolu. C'est toujours relatif. Est-ce que vous n'avez plus confiance dans cela ou dans cela ? Encore une fois, si vous êtes en France, bancarisé, avec des virements SEPA et que tout se passe bien, le bitcoin ne vous sert à rien. Si vous êtes au Venezuela et que vous essayez de sortir du pays, je peux vous garantir que vous allez revoir notre jugement.

NEHA NARULA — I just want to say that I think the only technologies more overhyped than blockchain are AI, big data and the Internet of Things. I just had to get that out. Much of what Nouriel said is true; it is absolutely true. I am not going to defend

this technology and say it is perfect. I am not going to say there are no scammers. There is a tremendous number of scams, incredibly creative scams that spend tons of money. Personally, my value system is such that instead of taking a more paternalistic view and telling people where they are or not allowed to take risk, I think in some sense they should be allowed to do what they want with their money, within reason of course. Much of what has been said applies to Las Vegas, and yet we do not seem to be outlawing gambling.

Really, I think this comes down to the fact that this technology is not perfect, it is not there yet. Yes, the miners use a tremendous amount of energy and it appears that there are only a few of them. The developers seem in some cases to have tremendous control of the code. The code is not ready yet. The question is do you see a kernel of something interesting here or not? You might say no, but I think we have never seen a way to marry incentives to the security of a distributed system the way we have with this technology. Quite frankly, the financial system as it exists right now is not working for everyone. There are tremendous inefficiencies. There are plenty of people who do not have access. WeChat and Alipay and UPI are wonderful, and you go to Kenya and see them being use of M-Pesa and it is very impressive. Do we really want to turn Alibaba, Tencent and Safaricom into the new Google and Facebook, these behemoths that are aggregating all of our financial data and will end up having control over our financial system? Or do we want to consider this technology, which though imperfect, is the only chance I have seen of combatting something like that

ALLEN GUO — I agree that 99% of the criticism is correct. On the other hand, remember every time new technology has emerged it has not been perfect; it was actually very shitty at the beginning. I came from the semiconductor industry and in that there is something called Moore's Law. When new things come at the very beginning, actually for a long while, it is worse than existing systems and solutions. However, as time goes on it gets better and better, especially for the digital part. I want to draw the analogy for investors. Every time we face something really new that we have

not seen in human history, we have to use analogy. I would say that crypto is more like 500 hundred years ago when mankind found a new continent. It creates new opportunities. It is full of new things for different kinds of people. It is going to be a reshuffle for us, for individuals, governments and companies and some people can take advantage of it, others will lose money on it. It is more like a choice.

At the end of the day, we see that the technology has arrived and is getting there, getting better and better every day, although it is still pretty bad. If we use user-base as a kind of reference, it is roughly at the age of 1995, compared to the Internet. When the global user-base is roughly 40 million, compared to the Big Bubble in 2000, when we had 150 million users globally, so we are far from that.

XAVIER CHASSIN DE KERGOMMEAUX — Concernant les cryptomonnaies, vous aurez compris que je partage assez largement l'avis de Nouriel. En revanche, concernant la technologie de la blockchain, je partage plutôt l'avis d'Allen, c'est-à-dire que concrètement, qu'on le veuille ou non, cette nouvelle technologie est là. Même s'il y a des acteurs, des escrocs là-dessus, etc. elle est intéressante et continuera de se développer. Sous réserve encore une fois d'une régulation efficace, elle marchera et constituera un progrès. Pour moi, écarter d'emblée cette technologie au motif que c'est aujourd'hui un peu le Far West, c'est un peu les communes qui au XIXe siècle n'ont pas voulu que le chemin de fer passe chez elles. Concrètement, qu'on le veuille ou non, cette technologie va continuer de se développer et de prospérer. Simplement, il faut créer les conditions pour que ce ne soit pas juste le repaire de bandits qui a été décrit et d'ailleurs, on devrait plutôt parler des blockchains, que de la blockchain, parce que ce sont des réseaux qui sont distincts les uns des autres et que tous les réseaux ne sont pas nécessairement le reflet de la description qui en a été faite.

QUESTION DU PUBLIC — Est-ce que vous pourriez nous donner un ou deux exemples d'application de la blockchain, que je pourrais utiliser dans mon entreprise ?

ALEXANDRE STACHTCHENKO — Si je reprends ce que j'ai dit, l'application que je trouve la plus innovante, ce sont les cryptomonnaies, avec le fait de les accepter, d'en transférer partout dans le monde. Ensuite, je ne vais pas non plus torpiller mon propre *business*, puisque dans mon entreprise, on accompagne aussi de la blockchain privée, même si j'insiste et signe sur ce que j'ai dit, c'est-à-dire que les blockchains permissionnées ou en tout cas sans cryptomonnaie sont moins intéressantes. Elles sont l'équivalent de l'Intranet pour Internet. Cela ne sert pas à rien, mais ce n'est pas une innovation de rupture. Ces cas d'usage pour votre entreprise, il y en a un certain nombre. Il y a de la traçabilité, mais il faut se mettre d'accord avec les parties prenantes de votre système de traçabilité, par exemple les fournisseurs, les clients. Il y a de la certification, que vous pouvez même faire sur une blockchain publique, avec par exemple bitcoin bitcoin et Ethereum. Cela consiste à prendre une trace d'un document et le certifier sur une blockchain publique, ce qui garantit l'intégrité de ce document. Si vous êtes familier de l'enveloppe Soleau qui est le produit de l'INPI, c'est la même chose, mais sans l'INPI. C'est donc intéressant. Il y aurait beaucoup d'autres cas d'usage dans l'énergie, etc., mais c'est trop difficile à sortir en batterie comme cela.

Le principal message est que les cas d'usages innovants au sens innovation de rupture sont plutôt côté blockchain publique et cryptomonnaies selon moi et il y a beaucoup de cas d'usage incrémental, d'innovation incrémentale qu'il est normal d'expérimenter aujourd'hui. Tout le monde est d'abord allé sur Intranet, puis sur Internet, mais il faut faire attention à ne pas perdre de vue que l'intéressant, c'est Internet, pas un Intranet.

NOURIEL ROUBINI — The CEOs of three major US financial institutions in the last month, from the Bank of America, Wells Faro and Mastercard, said that they had spent billions of dollars doing proof of concept in Blockchain. We have hundreds of patents on Blockchain and we cannot find a single use case in which we are going to save any money and we have given up on it. That is the reality and they said all this. He says it is not

interesting, but all the corporate DLT or Blockchain are private not public; it is permission, not permissionless; it is centralized, not decentralized. It is not even a Blockchain, it is just a distributed database. I use Google Docs every day and it is a permission set of documents for me and five friends to use. It is distributed but it is nothing to do with Blockchain and it works perfectly well. There is not a single example of these things working.

ALEXANDRE STACHTCHENKO — Ce que Nouriel essaie de dire est que quand on demande l'avis à La Poste sur l'e-mail, généralement, ils disent que cela ne sert à rien. Je pense que c'est cela. Quand on demande à des banques à quoi sert la cryptomonnaie, il est vrai que l'on peut penser à un conflit d'intérêts.

NOURIEL ROUBINI — People make the comparison with the early days of the Internet. The World Wide Web was launched in 1990. 10 years later there were 1 billion users and you had killer apps like websites, email, and all the other apps we are using today. 10 years since the launch of bitcoin with much better technology, there are officially 50 million users, half of whom will never use it and there is not a single killer app. They have these distributed apps and 75% of them are Crypto Kitties, which are casino games and Ponzi games. The other 25% are distributed decentralized exchanges that nobody uses. You have 10 years to do something, when the Internet had 1 billion users and another billion in the second decade, with tons of killer apps, email and everything. Everybody was using it including my grandmother and grandfather, while after a decade nobody is using your crypto and blockchain. Stop saying it is like the beginning of the Internet; it is completely different. There are plenty of technologies that come out, bubble and fail; 99% of them fail. Do not say that this is the Internet because that is false; it is the opposite of the Internet. Transactions are falling; user numbers are falling. In new technology everything is exponential, and this is negatively exponential going to zero, below zero. I know the Internet, and this is not the Internet.

QUESTIONS DU PUBLIC

1. On sait que des entreprises mondiales se sont enrichies en milliards et centaines de milliards de dollars sur Internet. On va parler de Facebook, Amazon et d'une entreprise chinoise aussi importante, Alibaba. On le sait, c'est actuel, ils travaillent dans le numérique, font du commerce dans le numérique. Un jour ou l'autre, par ces entreprises privées, il y aura une création de monnaie. Finalement, on critique le bitcoin d'un côté, mais on entend du social de l'autre. Ma question est simple : va-t-on autoriser Facebook, Alibaba, les grosses entreprises d'Internet à créer leur cryptomonnaie ?

2. Dans le discours autour des cryptomonnaies, il y a quelque chose de très émancipateur. Alexandre Stachtchenko, vous parliez notamment du fait qu'on puisse bancariser les non bancarisés. Quel est l'intérêt pour une entreprise globale comme Facebook qui a eu des démêlés de manière répétée avec la justice pour sa gestion des données personnelles, d'aller sur les cryptomonnaies ? Est-ce par volonté de bonté dans le monde, pour aider à bancariser des centaines de millions de personnes ? Est-ce qu'il y a quelque chose d'autre dernière ?

NEHA NARULA — First of all, I just wanted to address one thing. People often confuse the Internet and the Web, and I think we have been doing that up here as well. The Web was in fact created by Tim Berners-Lee in 1989-1990 and it is the websites we interact with today, http, the documents, the browsing. However, the Internet is much older than that; it was started in the late sixties. The Internet is the layer of protocols that underlie the Web. I agree we are not at the Web; we do not have browsers. We are in the much earlier days of these protocols, which in fact took three or four decades to work out. There were many decades between the first packets transferred over the Internet and, for example, the iPhone.

To address the gentleman's questions, I think private companies creating their own digital currencies is inevitable and I also think it could be quite dangerous. We really need to think about how we

want these things to be designed. A country's ability to regulate its currency is core to how it manages its own economy. If one of these countries gets to a place where its digital currency is used quite a bit, with billions of users, we are in a place where a country is starting to lose power in terms of how it can regulate its own economy. I think we will see this start to happen if we are not careful. What is happening with Facebook now is that we are seeing a lot of governments responding to what is happening and taking another look and it is unclear exactly how far Facebook will be able to go, despite the fact that they have put together this consortium. Everyone realizes it is Facebook behind it, it is not truly an open un-owned protocol. I think it is going to be very interesting to see what happens and if countries do not respond, we will eventually see one of these massive companies developing a payment system that actually gets more traction than small country's currency and affects a countries ability to regulate its own currency.

FAUT-IL SE MÉFIER DE LA MONNAIE ?

9

COORDINATION **Agnès Bénassy-Quéré** *(Cercle des économistes)*

CONTRIBUTIONS **Jean-Louis Billon** *(Ancien ministre du Commerce, Côte d'Ivoire)*
Olena Havrylchyk *(Université Paris 1-Panthéon-Sorbonne)*
Stefan Ingves *(Sveriges Riksbank)*
François Villeroy de Galhau *(Banque de France)*

MODÉRATION **Dominique Nora** *(L'Obs)*

DOMINIQUE NORA — Faut-il se méfier de la monnaie ? Il ne pouvait pas y avoir de meilleur calendrier pour débattre de ce thème, au moment où Donald Trump se sert du dollar comme une arme de souveraineté, où un consortium de groupes privés emmené par Facebook s'apprête à créer une monnaie électronique mondiale et où les principales Banques centrales se demandent comment ne pas se faire ubériser.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ — Nous vivons une époque étonnante, où le monopole des Banques centrales pour émettre la monnaie nationale est contesté. D'abord, les Banques centrales sont contestées par des initiatives privées. Parallèlement, le monopole du dollar, comme monnaie internationale, est mis en cause par la surexploitation par les États-Unis de ce même monopole. Enfin, le monopole de l'euro, comme monnaie d'ancrage en Afrique de l'Ouest, est également contesté. Dans les trois cas, la question centrale est la confiance, ce qui ne vous étonne pas, puisque s'il y a bien une valeur économique qui repose sur la confiance, c'est la monnaie. Ainsi, les projets de monnaies privées prospèrent-ils sur la

défiance des consommateurs par rapport à la puissance publique en général et par rapport aux Banques centrales en particulier. Le problème est que ces monnaies privées risquent de ne pas offrir toutes les garanties que nous sommes en droit d'attendre d'une monnaie. Il n'y aura pas de politique monétaire active par définition. Il y aura un ancrage éventuel, mais qui sera vraisemblablement vulnérable. Il n'y aura pas de garantie sur la confidentialité des données, ni sur les dépôts, pas de valeur libératoire, par exemple, il ne sera pas possible de payer ses impôts en monnaie privée.

En ce qui concerne le dollar, le comportement récent de l'administration américaine a réduit la confiance dans le dollar et dans la réserve fédérale avec la fin de la politique de douce insouciance du dollar. On sait que s'il y a *n* monnaies dans le monde, il ne peut y avoir que *n moins un* politiques de change. Si les États-Unis commencent à avoir leur politique de change, c'est un peu la fin du système monétaire ancré sur le dollar. À cela s'ajoutent une politique budgétaire non soutenable et l'émergence de craintes sur la volonté future des États-Unis de jouer son rôle de prêteur international en dernier ressort, comme ils l'ont fait de manière très efficace pendant la crise financière mondiale. Enfin, les turbulences du système monétaire international encouragent les pays tiers à s'organiser de manière indépendante et donc à développer, par exemple, l'endettement en monnaie nationale. On voit la réémergence d'un vieux projet en Afrique de l'Ouest de créer une monnaie indépendante.

Face à cette situation, les Banques centrales ont plus d'un tour dans leur sac. Des solutions existent. Le problème est que ces solutions réclament elles-mêmes de la confiance : confiance dans les institutions, confiance en zone euro entre les pays pour créer un actif sûr et éventuellement développer le rôle international de l'euro, confiance entre les pays d'Afrique de l'Ouest. Par ailleurs, ces mutations monétaires ne seront pas sans impact sur le modèle des banques qui, si elles reculent sur leur fonction de moyen de paiement, vont engager leur stabilité même. Ce qui est fabuleux pour un chercheur dans la période actuelle – je conçois que ce soit plus difficile pour les gens chargés de gérer la monnaie – est que toutes ces mutations reposent la question de la nature fondamentale

de la monnaie : les différentes fonctions de la monnaie sont-elles liées de manière irrémédiable ou peut-on en retirer une fonction et garder les autres ? Ce sont des questions passionnantes qui ne sont pas nouvelles – elles datent au moins de l'Antiquité – mais se reposent à nous aujourd'hui dans un nouveau contexte.

DOMINIQUE NORA — Olena Havrylchyk, vous êtes professeur d'économie à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et spécialisée dans l'innovation en matière de monnaie et de paiement. Vous avez créé un programme Master Finances Technologie Data et vous êtes aussi consultante de l'OCDE sur la révolution financière et les Fintech. Vous êtes originaire d'Ukraine, où vous avez connu l'hyperinflation, ce qui vous qualifie d'autant plus pour parler de l'émergence des monnaies numériques ou immatérielles, votre domaine de recherche.

OLENA HAVRYLCHYK — Indeed, during the last 10 years we have seen a lot of experimentation in new forms of money and new forms of payment infrastructures. We can summarise them by two very general trends. There is one trend towards decentralisation, or rather a quest, a search for decentralisation. I am thinking of course about Bitcoin or Ethereum, so it is a peer-to-peer payment system. Those systems are very attractive to communities that distrust centralised authorities. For example, Bitcoin was used to avoid capital controls in China, or to finance WikiLeaks, when banks refused to do it. Of course, we can question the social value of this, being here in France, in Europe. However, I was born in the Soviet Union, so I do value proposition in the censorship resistance, especially in autocratic regimes where people should not trust the government.

Having said that, all these technologies are at a very experimental stage, because real decentralisation is very expensive to achieve in terms of cost efficiency and security. For example, Bitcoin sacrifices cost efficiency, whereas a new project by Facebook, Libra association, the cryptocurrency Libra, sacrifices some decentralisation.

Facebook entering the payment market, or attempting to, is not a new trend. We should have expected it. In China we have already seen the second trend towards centralisation of payments. In China, payment markets are divided between Alipay and WeChat, so banks are out of the payment business. This trend started around a century and a half ago. In the 19th century there was a big communication company, Western Union, which was a monopolist in telegraph. Western Union leveraged its telegraph monopoly due to network effects, to create a new network in payments and Western Union is still a dominant player in remittances today, which are very expensive by the way. We see the first-mover advantage is very important.

Going back to Facebook, I think what it is trying to do is to marry the two trends. On one hand, it is a big tech company, so it is a very centralised company entering the payment business, but at the same time it is trying to propose a sort of decentralised network. From this perspective it is rather interesting. I believe that when we talk about this Libra project it would be very useful to try to abstract from the fact that it was proposed by Facebook. I am saying this because the marketing, if you want to call it that, is very interesting. What Facebook is offering or promising is to make cross-border payments as easy as an email. Also, to provide a store of value to people who live in countries with unstable currencies. Having lived through hyperinflation I find that very interesting. Do I trust Facebook to do it? No. Facebook is a company that is based on a surveillance-based business model. It is a monopoly and finally policy-makers are trying to attack this question. It is a company that has a culture of moving fast and breaking things. However, it has made the first proposal and in academia we have a peer-review system, so if I want to publish an article in a paper, I send my article to the editor and the editor sends it in anonymous form to referees to see whether the paper is good or not. I think it would be interesting to have the same approach to the Libra project, *i-e* to forget that it is being proposed by Facebook and other companies that have market power, and just to see what policy-makers can say about the project itself, the technical side. As independent

scholars, how could we also react to this project independently of who it has been proposed by.

DOMINIQUE NORA — Stefan Ingves, vous êtes Gouverneur de la Banque centrale suédoise et membre du Conseil de la Banque centrale européenne. Vous êtes un grand spécialiste de la supervision financière et vous présidez notamment le Comité de gestion des risques de la banque des règlements internationaux. Est-ce que l'émergence de cette créativité technologique met en risque le système monétaire tel que nous le connaissons ?

STEFAN INGVES — It is quite a challenge to cover something in five minutes that has been around for a couple of thousand years at least but let me try to make a few remarks. Should we worry about currencies? Not really. Money is basically a convention and conventions are about trust, so in that sense there is nothing new under the sun. Technologies change over the years. My institution has been around for 350 years and had we not changed we would probably not be around any longer. In that sense when new technologies show up you have to adapt one way or another. In my environment, cash is on its way out, not because the Central bank has decided that cash is on its way out, but just because the general public has decided it is more convenient to use other means of payment. That is just the way things are and I cannot change that, so my job is basically to go with the flow. That means that in the future we will need a technology-neutral definition of legal tender. That will be very important because from a legal perspective all these issues today in most countries are tied to physical cash, which is an obsolete way of thinking about these things and legal tender usually goes back to conversations in Parliaments in the eighteen-hundreds.

Where do the central banks show up in this in the future? I am pretty sure they will have a role, because they produce central bank money, which is a *public good* and there will always be a demand for that public good. If history gives us any guidance at all, most privately organised money issues in the plural, have failed in the past because people tend to produce too much of them. It is just

irresistible to walk a fine line producing something that really works. That is my view of what will happen in the future.

Having said that, when it comes to payment systems, more and more of them will be cross-border and global in one form or another, because that is where technology is going. That also means that central banks will have to go with the flow, so to speak. Time will tell, where this will take us, but I really do not see this as a problem because most people will move out of cash anyway, because it is difficult to force people to use yesterday's technologies. That is just not going to happen, but cash will probably be physically around for ever, but not very commonly used, which is quite an important distinction.

Central banks can destroy the value of money, look at what has happened in Zimbabwe and Venezuela, which is the kind of reference we heard about earlier. If the value of the good you produce is low, people will use and choose somebody else's money. In that sense, also in the central banking business, we are in a kind of competitive business despite the fact that most central banks never think about money in that particular fashion.

That was a few remarks on the microlevel, now let me move to the macrolevel. I do think that if monetary policy were to become more and more politicised, over time that will also dilute the trust in one way or another in various monies that we use. Here again, history gives us pretty good guidance how that happens. Looking into the future, that probably also means that when it comes to other currencies, take the renminbi, it is unlikely to become global because if you maintain foreign exchange controls that is just not possible. The euro has its issues given the way it has been constructed, so at least for the foreseeable future, the dollar is going to be what it is in terms of global transactions. Having said that, if the use of the dollar gets more and more politicised then of course, that will produce new evolutionary movements in different corners of the world, moving away from the dollar and trying to create other types of monies.

However, when it comes to money, a monetary system needs a well-functioning legal basis, a sound and long-term fiscal policy,

which sounds odd when you talk about money, but that is the way it is. You need sufficient supervision, including of money laundering and you need to allow for modern new technologies being used, when it comes to using different types of monies. Here, I do think that we in the central banking communities happen to be a bit behind when it comes to facilitating cross-border and cross-currency payments. It is just too expensive to move money from one side of the world to the other and on that topic we can certainly do more.

DOMINIQUE NORA — François Villeroy de Galhau, vous êtes Gouverneur de la Banque de France et membre du Conseil de la BCE. Vous avez conseillé plusieurs ministres des Finances et un ancien premier ministre, Pierre Bérégovoy. Que répondez-vous à la question posée ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — Faut-il se méfier de la monnaie ? Je relèverai d'abord que notre thème est un oxymore. Depuis toujours, la monnaie, c'est la confiance. Je ne vais pas vous infliger un cours d'économie ou de finances, je vous rappelle simplement que le latin *fiducia* signifie confiance et qu'on parle de monnaie fiduciaire pour désigner les billets. Je vais aussi invoquer le philosophe allemand Georg Simmel, et le très beau titre de son livre paru en 1901, *Philosophie de l'argent*, peut-être aussi un oxymore, mais Georges Simmel a le mérite de mettre l'accent sur la fonction sociale de la monnaie, cette dimension subjective, à côté de la dimension objective de moyen de paiement.

Confiance dans quoi ? Prenons un peu de recul historique. Je dirais de moins en moins de confiance dans un support technique. Autrefois, la confiance dans la monnaie était la confiance dans le métal, l'or et l'argent, puis on a eu un processus de dématérialisation progressive, l'or et l'argent étant peu à peu remplacés par le billet de banque, la carte et aujourd'hui par la monnaie numérique. Au fur et à mesure que cette confiance dans le support matériel diminue, ce qui compte de plus en plus, c'est la confiance dans l'institution qui est derrière la monnaie. Autrefois, sur la pièce d'or et d'argent, il y

avait le portrait du souverain. Ce n'est pas neutre, mais le souverain pouvait rogner sur la quantité de pièces d'or et d'argent. Mais depuis, on a trouvé mieux que le Roi, ce sont les Banques centrales indépendantes avec un mandat. Je souligne ce diptyque absolument inséparable : si nous sommes indépendants, c'est parce que nous avons un mandat qui nous a été confié, qui n'est pas auto-attribué, mais nous sommes indépendants pour accomplir ce mandat. On souligne souvent que c'est l'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique. C'est vrai, mais c'est aussi l'indépendance vis-à-vis de tout intérêt privé, quel qu'il soit : vis-à-vis des marchés ou vis-à-vis de toute entreprise, fût-elle une *big tech*.

Cela m'amène à la question de la déclinaison de ce cadre face aux nombreuses innovations technologiques. Elles sont évidemment bienvenues par principe. Au passage, il n'y a pas que Libra parmi les innovations actuelles. Il me semble que nous, Banques centrales, pour préserver la confiance face aux innovations, nous devons suivre trois règles d'or. La première est un devoir d'équanimité vis-à-vis des technologies. La seconde est d'être exigeant sur les régulations et la troisième est d'être engagé sur des valeurs et des résultats. Je m'explique. Équanimité par rapport aux technologies et aux nouveaux supports. Dans le cas de la France, je ne crois pas à la fin du *cash*, mais à son érosion. La Suède est une exception intéressante. Je crois que nous devons maintenir l'accès au *cash*, parce que c'est un élément de la liberté de choix des citoyens et de la confiance en la monnaie. Néanmoins, je suis très intéressé par les projets suédois de ce qu'on appelle *central bank digital currency* ou e-couronne.

Exigence vis-à-vis des régulations, la règle de base étant qu'une même activité implique une même régulation. Libra par exemple est un projet qui va susciter la discussion. Au passage, le jour même où Facebook annonçait son projet, la France devenait présidente du G7 pour l'année et nous avons mis en place une *task force* dirigée par Benoît Cœuré qui va regarder toutes les questions de régulation. On va faire ce travail sérieusement en invitant les Américains. Olena Havrylchyk l'a dit, une des fonctions possibles de Libra, ce sont les moyens de paiement et notamment les moyens de paiement transfrontières pour les particuliers. Si c'est cela – et je ne cite

qu'un exemple –, il faudra être extrêmement exigeant sur l'anti-blanchiment. Il n'y a vraiment aucune raison que Libra permet de blanchir des flux, alors que depuis trente ans nous avons fait là-dessus des progrès colossaux.

Je termine par l'engagement sur des valeurs, sur des résultats, peut-être même sur des promesses que nous, Banques centrales devons tenir. La première promesse est la stabilité des prix. Notre objectif pour l'euro est une inflation à moyen terme proche de 2 %. C'est d'ailleurs pour cela que 75 % des citoyens de la zone euro font aujourd'hui confiance à leur monnaie. C'est le plus haut niveau jamais atteint. Je crois que la confiance dans l'euro est assez forte, mais attention, j'ai parlé d'un objectif de stabilité des prix et pas d'un objectif de change. Je le dis au passage, Dominique Nora y a fait allusion à propos du dollar, certains *tweets* ont l'air de considérer que c'est un problème de change ; pas du tout, c'est une promesse de stabilité des prix. C'est ça l'objectif.

La deuxième promesse est bien sûr la disponibilité absolue et permanente de la monnaie dont vous disposez, ce qui implique la sécurité, la liquidité, etc. En résultat de cette stabilité et de cette disponibilité, la monnaie est un bien commun. Je termine là-dessus parce que je crois que c'est un message central. Stefan Ingves a parlé de *public good* ; La monnaie n'appartient pas aux Banques centrales, la monnaie n'appartient pas à quelques individus. La monnaie appartient à nous tous, en tant que citoyens. Nous, Banques centrales n'en sommes que les garants et cela nous a été confié dans le cadre de la démocratie.

Un mandat sur une monnaie qui serait auto-attribué, disons les choses clairement, une monnaie privée, ne renvoie pas seulement à des échecs répétés dans l'Histoire. Pensez à la faillite de Law, vous savez le bossu de la rue Quincampoix en 1720 ou à tout ce qui s'est passé aux États-Unis avant 1713. Cela ne renvoie pas seulement à des échecs, cela renvoie à une contradiction intrinsèque ; parler de monnaie privée serait une contradiction dans les termes.

DOMINIQUE NORA — Jean-Louis Billon, vous êtes un ancien ministre du Commerce de la Côte d'Ivoire. Vous avez fait vos

études aux États-Unis et avez ensuite fait carrière au sein du groupe SIFCA qui est le leader ivoirien de l'agro-business et le principal employeur du pays après l'État. On l'a vu, la confiance est une valeur fondamentale et le franc CFA souffre d'une certaine défiance dans sa propre zone. Vous allez sans doute nous expliquer le pourquoi de cet état de choses et nous dire quelles pistes il faudrait suivre pour y remédier.

JEAN-LOUIS BILLON — Je viens donc de Côte d'Ivoire et la Côte d'Ivoire fait partie de l'UEMOA, Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine. Nous avons une monnaie unique, le franc CFA depuis 1945, depuis plus longtemps donc que l'euro en Europe. Le franc CFA est une monnaie qui concerne l'ancienne Afrique occidentale et équatoriale française. C'est une monnaie qui a très bien fonctionné pendant de nombreuses années et qui continue de fonctionner correctement, mais elle a aujourd'hui, un véritable problème d'image qui a engendré chez les nouvelles générations une perte de confiance. Pourtant, c'est une monnaie qui offre un certain nombre d'avantages réels en termes d'intégration économique et de stabilité puisqu'elle est arrimée à l'euro. Avant l'euro, elle était arrimée au franc français, au bénéfice d'une garantie du trésor français. C'est M. Villeroy de Galhau qui la garantit.

C'est là qu'intervient une nouvelle polémique. En 1945, c'est une monnaie dont le nom était l'acronyme de Franc des Colonies Françaises d'Afrique, devenu aujourd'hui le Franc de la Communauté Financière Africaine, mais, pour tout le monde un CFA reste un CFA. Il y a donc polémique sur le nom : faut-il en changer ? L'euro entraîne aussi une certaine rigidité. Certes, nous avons une monnaie stable, avec très peu d'inflation, mais nous sommes arrimés à l'euro avec un taux fixe. Ce taux fixe grève en quelque sorte notre compétitivité. Quand nous sommes en compétition sur certains produits, avec des pays qui utilisent le dollar ou d'autres monnaies, la nôtre ne bouge jamais, ce qui peut être un avantage, mais un inconvénient majeur car cela ne reflète pas la réalité économique de certains pays. Quand l'Union européenne connaît une croissance de 1 % ou de 0 % et qu'une zone africaine croît de 5 % ou 6 %, peut-être que le franc

CFA devrait s'apprécier vis-à-vis de l'euro, au lieu de rester fixe ou à l'inverse se déprécier si nous sommes en dépression.

Nous avons des paradoxes, à savoir que les deux zones CFA ont une non-convertibilité de leur franc CFA. Nous avons la même parité avec l'euro, mais je ne peux pas transférer de francs CFA ouest-africains vers la zone centrale ou convertir le franc CFA. J'en ai sur moi, mais ils ne me sont d'aucune utilité. Même quand je viens en Europe, je ne peux pas changer mes francs CFA. Je dois changer sur place, à Abidjan, avant de voyager, prendre des euros ou des dollars, avant de venir ici. Autrefois, jusqu'en 1994, c'était une monnaie complètement convertible.

Nous avons donc un véritable problème d'image qui fait qu'aujourd'hui, les nouvelles générations voient dans le CFA une monnaie qui grève notre souveraineté, qui donne à croire que nous sommes encore sous la tutelle de l'ancienne puissance coloniale. Cette perception réclame beaucoup de changements, une vraie mise à jour à condition de veiller à ne pas perdre les avantages acquis et de ne pas aller vers une nouvelle aventure au niveau d'une intégration économique plus grande dans la CDAO, la Communauté des États de l'Afrique de l'Ouest, dans laquelle se trouvent outre l'Afrique francophone, l'Afrique anglophone, Ghana, Nigeria, qui ont une économie autrement plus importante que les autres pays d'Afrique de l'Ouest. Nous nous dirigeons vers une nouvelle devise qui devrait s'appeler l'Eco, en 2020. Nous en sommes encore au stade de projet. L'Eco sera-t-il un succès ? Aurons-nous confiance en l'Eco ? Toute la question est là.

DOMINIQUE NORA — Je vais demander à l'ancienne puissance coloniale et au garant du franc CFA de dire un mot en réaction. François Villeroy de Galhau, est-ce que vous travaillez avec cette zone CFA pour moderniser cette monnaie ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — Je n'aime pas trop ce terme d' « ancienne puissance coloniale », ça fait soixante ans que nous ne le sommes plus, heureusement. La décision est celle des Africains eux-mêmes. La France n'a aucun intérêt économique

dans l'existence du franc CFA. La décision appartient aux Africains eux-mêmes. Ensuite, c'est une décision du pouvoir politique, pas des Banques centrales. J'ai bien insisté sur le fait que nous gérions un bien commun par mandat des autorités démocratiques.

Deux commentaires sur le fond des propos du ministre Jean-Louis Billon. Je crois que nous pouvons faire un certain nombre de progrès. Effectivement, il y a la question du nom que vous avez soulevée. Nous sommes des spécialistes techniques tous les deux, mais nous allons vous épargner la convertibilité entre l'Afrique de l'Ouest et l'Afrique centrale. Mon deuxième commentaire est que le franc CFA fait une bonne monnaie, je crois. Encore une fois, ce n'est pas à nous d'en décider, mais c'est un atout pour les économies ouest africaines. Cela se voit très clairement dans les chiffres, les pays de l'UMOA ont nettement moins d'inflation et nettement plus de croissance que leurs voisins comparables. Sur le fond, cela mérite une réflexion sérieuse au-delà des symboles et qu'il y a un risque de lâcher la proie pour l'ombre, mais encore une fois, ce n'est pas à nous d'en décider.

DOMINIQUE NORA — Je vais demander à Olena Havrylchyk de réagir aux interventions des régulateurs sur le concept de monnaie privée, puisqu'elle en est un peu l'avocate ici. Je sais qu'il n'y a pas que le Libra, mais c'est quand même ce qui fait l'actualité. Est-ce que vous croyez au succès de cette monnaie ? Il n'y a pas que Facebook, il y a des multinationales importantes dans les échanges commerciaux et le cybercommerce, y compris Visa et des institutions comparables qui en font partie. Est-ce que vous pensez que cela peut être un succès populaire ?

OLENA HAVRYLCHYK — I think what we have heard is that there is indeed a demand for cheaper cross-border payments. The question is, who should answer this demand? The problem is that we live in a globalised world, but with national governments, so we do not have any authority at the global level to coordinate a better international payment system. This is why private initiatives appear and maybe this is what will stimulate national governments

to coordinate a better payment system. This is one thing about the need for this. Second, about private money, and whether it has a future or not. I have to maybe be a bit provocative, but I think that France has given legitimacy to Ethereum and Bitcoin by providing a regulatory framework for crypto-assets. Most initial coin offerings are done in Ethereum, so it provides a new infrastructure for issuing those tokens.

QUESTION DU PUBLIC — Je suis Serge Magdeleine, directeur général de Crédit Agricole Technologies, l'IT des caisses régionales du Crédit Agricole. J'ai une question sur Libra. Si on regarde un peu plus loin que la création d'une monnaie ou plutôt d'un moyen de paiement, est-ce que vous ne pensez pas qu'en essayant d'instaurer une cour suprême pour traiter des litiges et se faire justice lui-même, en favorisant l'émergence d'ambassadeurs auprès des GAFA qui auront des diplomates dans les pays comme le Danemark et en créant sa propre monnaie, l'intention de Facebook n'est peut-être pas d'entrer dans le monde de la banque, mais plutôt de devenir une nation supra territoriale de deux milliards d'habitants ?

STEFAN INGVES — This is about cross-border transactions and to what extent others can do cross-border transactions better than these people or not. Time will tell. Let me give you just one very concrete example where this really matters. The ECB has already produced a TIPS system. My understanding is that when you do the transaction in the TIPS system sending a very small amount in euros, the ECB charges about three euro-cents; you cannot beat that. That is as simple as it is.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — Effectivement, l'une des utilités de Libra ou de projets similaires peut nous pousser à améliorer les systèmes de paiement existants et merci de ce que Stefan vient de dire sur TIPS qui n'est pas encore très connu. C'est un système de paiement instantané à l'intérieur de toutes les frontières de la zone euro et cela marche très bien. Il faut

maintenant faire la même chose entre par exemple l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Afrique.

La deuxième chose est qu'il est vrai qu'il y a un cadre législatif depuis la loi PACTE en France sur l'ensemble de ce que l'on appelle les *coins*. Je crois qu'il y a quand même une différence assez importante à l'intérieur de cette catégorie. Pour ne citer que deux sous-catégories, il y a des actifs très spéculatifs de type bitcoin qui restent purement spéculatifs. Libra et d'autres sont ce que l'on appelle les *stable coins*, avec une valeur en principe indexée sur un panier de monnaies, de vraies monnaies. C'est à voir, mais c'est là que s'ouvrent des questions probablement plus sérieuses et plus réelles sur le moyen de paiement, par exemple.

QUESTION DU PUBLIC — Ma question porte sur l'initiative italienne d'émission de bons du Trésor. Qu'en penser en termes de menace pour l'euro ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — Pour ceux qui n'ont pas suivi, c'est ce qu'on appelle des mini-BOTs, des bons du trésor italien, la capacité éventuelle à payer des arriérés de l'État ou des dettes publiques à travers des papiers émis. Ce ne sont pas des billets de banque en euros et les Italiens ne sont pas passés à l'acte. C'est une motion. Deuxièmement, à supposer qu'on passe à l'acte, les mini-BOTs n'auraient pas de pouvoir libératoire. Je rappelle que le pouvoir libératoire oblige d'accepter le paiement. C'est une caractéristique fondamentale de la monnaie. Si on vous propose de vous payer en bitcoin ou en Libra, vous n'êtes pas obligé d'accepter. Je ne crois pas qu'on aille jusque-là. J'ai parlé de la confiance des citoyens dans l'euro, elle est un peu plus faible en Italie, mais elle est très majoritaire, à 63 %. Surtout, ce qui est important, c'est que cet attachement des Italiens à l'euro ne cesse de monter. On vient de marquer les vingt ans de l'euro et vingt ans après, la confiance que lui font les citoyens est son plus grand succès et en même temps, croyez-moi, c'est la plus grande obligation que nous ayons nous, gouverneurs, autour de la table du Conseil des gouverneurs de la BCE, d'être dignes de cette confiance.